# 农夫山泉（09633.HK）

## 用自然之水浸润心田

**中国软饮料龙头企业，成长及盈利能力领先同行。**农夫山泉是国内软饮料龙头。公司 2019 年营业收入为 240 亿元，其中包装水收入 143 亿元，饮料及其他收入 97 亿元。据弗若斯特沙利文，公司连续 8 年保持中国包装水市占率第一，2019 年市场份额达 20.9%，同时在果汁、茶饮料及功能饮料行业市占率都位列前三。公司 2017-2019 年收入/归母净利润复合增速约 17.2%/ 21.0%，远超同期中国软饮料行业 5.0%/ 6.6%的平均增速。公司 2019 年毛利率/净利率为 55.4%/20.6%，同样领先行业。

**消费升级驱动包装水量价齐升，市场空间极为广阔。**2019 年包装饮用水行业市场规模达 2000 亿，过去五年复合增速达 11%，是软饮料子赛道中奔跑的大象。从行业趋势上看，我国目前人均包装水饮用量远低于海外市场，随着居民消费水平提升、健康意识增强，包装水对自来水的替代将驱动市场规模持续快速增长，同时天然水及天然矿泉水占比预计将持续提升。饮料行业近年增长相对较缓，但契合消费者“健康”及“便捷”需求的无糖茶饮、鲜榨果汁及功能饮料仍能保持快速增长。

**将“天然”写入基因，产品、品牌、渠道高筑护城河。**公司善于用“天然”概念占据消费者心智，通过差异化产品打开市场，通过精细化的渠道管理实现份额提升。包装水业务上，公司使用 100%天然水+矿泉水作为水源，树立了更高的品牌调性，并已实现水源地全国布局，充分享受更优水质带来的高端溢价。在饮料业务上，公司善于差异化研发新品，迎合健康化消费趋势，结合强大的营销势能以及多渠道快速铺货能力，在饮料这一高速变化的行业中能够以不变应万变，打造长生命周期的爆款产品。公司深耕渠道，拥有全国超 237 万个终端，超 75%位于低线市场；单层级大经销制度、多品类产品组合也使得经销商动力更强。

**包装水业务市占率持续提升，饮料业务新品蓄势待发。**包装水业务方面，当前公司基于更高的渠道利润、“天然水”概念以及多品类灵活的产品组合持续挤占 1 元价格带，深耕 2 元价格带；中长期看，公司在高端业务上优势显著，更有能力上探更高价格带，打开新增长空间。饮料业务方面，公司明星产品茶π、维他命水将继续发力，同时 TOT 气泡水、无糖茶饮、鲜榨果汁等新品蓄势待发。渠道端，公司在终端数量及下沉深度上仍有较大提升空间，并积极探索新零售渠道。综上，我们认为公司未来将能保持快速增长，持续巩固龙头地位。

**投资建议：**我们预测农夫山泉 2020-2022 收入为 238/292/349 亿元，同比增速为-0.7%/22.5%/19.6%，归母净利润为 52.2/65.2/80.3 亿元，同比增长 5.4%/24.9%/23.2%。结合 DCF 及相对估值法，考虑到包装水行业的潜在空间及农夫山泉在行业中的龙头地位，给予公司目标价 36.5 港元/股，对应 55 倍 2021 年 PE，首次覆盖，予以“买入”评级。

**风险提示：疫情影响超预期风险、饮料市场竞争加剧风险、原材料价格波动风险**

| 财务指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 20,475 | 24,021 | 23,848 | 29,211 | 34,940 |
| 增长率 yoy（%） | 17.1 | 17.3 | -0.7 | 22.5 | 19.6 |
| 归母净利润（百万元） | 3,612 | 4,953 | 5,219 | 6,516 | 8,029 |
| 增长率 yoy（%） | 6.7 | 37.1 | 5.36 | 24.85 | 23.22 |
| EPS 最新摊薄（元/股） | 0.32 | 0.44 | 0.47 | 0.58 | 0.72 |
| 净资产收益率（%） | 28.3 | 40.8 | 33.9 | 28.1 | 28.6 |
| P/E（倍） | 58.8 | 42.9 | 40.7 | 32.6 | 26.4 |
| P/B（倍） | 14.8 | 21.5 | 10.1 | 8.4 | 6.9 |

*资料来源：贝格数据，国盛证券研究所（注：估值数据采用发行价计算）*

**买入（首次）**

**股票信息**

| | |
|---|---|
| 行业 | 海外-消费品 |
| 发行价（港元） | 21.50 |
| 目标价（港元） | 36.50 |
| 总股本(百万股) | 11188 |

**作者**

**分析师 夏天**
执业证书编号：S0680518010001
邮箱：xiatian@gszq.com
**研究助理 刘澜**
邮箱：liulan@gszq.com

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术{www.nblax520.com}专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注 学习）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

## 财务报表和主要财务比率

**资产负债表（百万元）**

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 8,841 | 4,372 | 13,369 | 18,440 | 23,632 |
| 现金 | 1,764 | 1,083 | 10,217 | 14,261 | 19,272 |
| 应收账款 | 223 | 306 | 181 | 404 | 595 |
| 其他应收款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 预付账款 | 1,165 | 1,021 | 1,147 | 1,393 | 1,519 |
| 存货 | 1,906 | 1,762 | 1,625 | 2,182 | 2,047 |
| 其他流动资产 | 3,783 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| **非流动资产** | 12,109 | 13,424 | 14,399 | 15,364 | 16,240 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定投资 | 11,688 | 12,970 | 14,003 | 14,968 | 15,844 |
| 无形资产 | 64 | 60 | 54 | 50 | 48 |
| 其他非流动资产 | 357 | 394 | 394 | 394 | 394 |
| **资产总计** | 20,950 | 17,796 | 27,768 | 33,804 | 39,872 |
| **流动负债** | 6,163 | 7,441 | 5,972 | 7,583 | 8,221 |
| 短期借款 | 0 | 1,000 | 350 | 450 | 600 |
| 应付账款 | 837 | 791 | 1,007 | 1,242 | 1,224 |
| 其他流动负债 | 5,326 | 5,650 | 4,615 | 5,890 | 6,396 |
| **非流动负债** | 371 | 473 | 473 | 473 | 473 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 371 | 473 | 473 | 473 | 473 |
| **负债合计** | **6,534** | **7,914** | **6,445** | **8,056** | **8,694** |
| 少数股东权益 | 44 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 360 | 360 | 1,119 | 1,119 | 1,119 |
| 资本公积 | 7 | 165 | 7,506 | 7,506 | 7,506 |
| 留存收益 | 14,004 | 9,355 | 13,008 | 17,569 | 23,189 |
| 归属母公司股东收益 | 14,372 | 9,882 | 21,323 | 25,748 | 31,178 |
| **负债和股东权益** | 20,950 | 17,796 | 27,768 | 33,804 | 39,872 |

**现金流表（百万元）**

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动净现金流** | 4,630 | 7,472 | 6,074 | 8,706 | 10,312 |
| 净利润 | 3,612 | 4,953 | 5,219 | 6,516 | 8,029 |
| 折旧摊销 | 1,379 | 1,721 | 1,525 | 1,735 | 2,024 |
| 财务费用 | 4 | 16 | 12 | -29 | -48 |
| 投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 727 | 552 | -682 | 484 | 306 |
| 其他经营现金流 | -1,092 | 230 | 0 | 0 | 0 |
| **投资活动净现金流** | -3,674 | 643 | -2,500 | -2,700 | -2,900 |
| 资本支出 | -408 | -1,130 | -975 | -965 | -876 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -3,266 | 1,773 | -1,525 | -1,735 | -2,024 |
| **筹资活动净现金流** | -457 | -8,697 | 5,560 | -1,961 | -2,401 |
| 短期借款 | -50 | 1,000 | -650 | 100 | 150 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | -1,119 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 5 | 158 | 7,341 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -412 | -9,855 | -12 | -2,061 | -2,551 |
| **现金净增加额** | 499 | -582 | 9,134 | 4,045 | 5,011 |

**利润表（百万元）**

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 20,475 | 24,021 | 23,848 | 29,211 | 34,940 |
| 营业成本 | 9,554 | 10,710 | 9,889 | 12,370 | 14,799 |
| 营业税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业费用 | 5,218 | 5,816 | 5,843 | 7,127 | 8,421 |
| 管理费用 | 1,065 | 1,384 | 1,622 | 1,665 | 1,817 |
| 财务费用 | 4 | 16 | 12 | -29 | -48 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **营业利润** | 4,634 | 6,095 | 6,482 | 8,077 | 9,951 |
| 营业外收入 | 534 | 774 | 596 | 730 | 874 |
| 营业外支出 | 404 | 371 | 120 | 120 | 120 |
| **利润总额** | 4,763 | 6,498 | 6,958 | 8,687 | 10,705 |
| 所得税 | 1,152 | 1,545 | 1,740 | 2,172 | 2,676 |
| **净利润** | 3,612 | 4,953 | 5,219 | 6,516 | 8,029 |
| 少数股东收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **归属母公司净利润** | 3,612 | 4,953 | 5,219 | 6,516 | 8,029 |
| EBITDA | 6,136 | 8,259 | 8,493 | 10,397 | 12,693 |
| EPS（元/股） | 0.32 | 0.44 | 0.47 | 0.58 | 0.72 |

**主要财务比率**

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入（%） | 17.1 | 17.3 | -0.7 | 22.5 | 19.6 |
| 营业利润（%） | 14.4 | 31.5 | 6.3 | 24.6 | 23.2 |
| 归属母公司净利润（%） | 6.7 | 37.1 | 5.4 | 24.9 | 23.2 |
| **盈利能力** | | | | | |
| 毛利率（%） | 53.3 | 55.4 | 58.5 | 57.7 | 57.6 |
| 净利率（%） | 17.6 | 20.6 | 21.9 | 22.3 | 23.0 |
| ROE（%） | 28.3 | 40.8 | 33.9 | 28.1 | 28.6 |
| ROIC（%） | 24.7 | 44.7 | 24.2 | 24.9 | 25.3 |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率（%） | 31.2 | 44.5 | 23.2 | 23.8 | 21.8 |
| 净负债比率（%） | -12.2 | -0.8 | -47.1 | -54.5 | -60.6 |
| 流动比率 | 1.4 | 0.6 | 2.2 | 2.4 | 2.9 |
| 速动比率 | 1.1 | 0.4 | 2.0 | 2.1 | 2.6 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.09 | 1.24 | 1.05 | 0.95 | 0.95 |
| 应收账款周转率 | 98.3 | 90.9 | 98.0 | 100.0 | 70.0 |
| 应付账款周转率 | 11.5 | 13.2 | 11.0 | 11.0 | 12.0 |
| **每股指标（元/股）** | | | | | |
| 每股收益（最新摊薄） | 0.32 | 0.44 | 0.47 | 0.58 | 0.72 |
| 每股经营现金流（最新摊薄） | 0.31 | 0.95 | 0.54 | 0.78 | 0.92 |
| 每股净资产（最新摊薄） | 1.28 | 0.88 | 1.87 | 2.27 | 2.75 |
| **估值指标（倍）** | | | | | |
| P/E | 58.8 | 42.9 | 40.7 | 32.6 | 26.4 |
| P/B | 14.8 | 21.5 | 10.1 | 8.4 | 6.9 |
| EV/EBITDA | 38.9 | 29.1 | 27.2 | 21.8 | 17.5 |

*资料来源：贝格数据，国盛证券研究所*

## 内容目录

1. 中国软饮料龙头企业，收入利润增长行业领先 ..... 6
1.1 中国软饮料龙头企业，包装饮用水和饮料双引擎发展 ..... 6
1.2 营收利润快速增长，盈利能力领先同行 ..... 9
2. 包装饮用水千亿市场高速增长，饮料市场细分赛道各有明星 ..... 11
2.1 包装饮用水：消费升级驱动量价齐升，市场空间极为广阔 ..... 11
2.1.1 软饮料行业中奔跑的大象 ..... 11
2.1.2 人均消费量尚低，消费升级及健康意识增强为增长主要驱动 ..... 12
2.2 饮料行业：“健康”+“便捷”主导消费需求变革，细分市场快速发展 ..... 15
2.2.1 茶饮料：传统茶饮增速下滑，无糖茶饮靠健康便捷逆势增长 ..... 15
2.2.2 果汁饮料：摆脱衰退阴霾，高浓度及鲜榨果汁另辟蹊径 ..... 16
2.2.3 功能饮料：能量饮料为核心细分市场，运动饮料快速增长 ..... 18
3. 善用“天然”概念，产品、品牌、渠道高筑护城河 ..... 19
3.1 包装水：差异化定位+大师级营销，“天然”标签深入人心 ..... 19
3.1.1 产品端：依托优质水源，坚持 100%天然水+矿泉水产品 ..... 19
3.1.2 品牌端：善用“天然”概念，大师级营销占领消费者心智 ..... 24
3.1.3 渠道端：全国覆盖深度下沉，多品类提升经销商综合毛利 ..... 25
3.2 饮料：产品、品牌、渠道无短板，善用差异化新品打开市场 ..... 27
3.2.1 产品端：善于研发差异化新品，厚积薄发打造生产壁垒 ..... 27
3.2.2 品牌端：“天然”概念写入品牌基因，迎合健康化消费趋势 ..... 29
3.2.3 渠道端：推新频次低、上架速度快，解决新品铺货痛点 ..... 30
4. 包装水业务市占持续提升，饮料业务新品蓄势待发 ..... 31
4.1 持续挤占 1 元水、深耕 2 元水价格带，未来有望上探更高价格带 ..... 31
4.1.1 凭借高渠道利润，持续挤占 1 元水市场 ..... 31
4.1.2 天然水概念+多品类组合，助力抢占 2 元水市场 ..... 32
4.1.3 水源优势+高端营销经验，3 元水市场潜力无限 ..... 33
4.1.4 发力中、大包装水业务，迎合消费趋势增长动力充足 ..... 34
4.1.5 产能利用率尚低，未来释放空间大 ..... 35
4.2 瞄定蓝海赛道，多款新品蓄势待发 ..... 36
4.3 渠道渗透率提升空间仍大，广铺“芝麻店”发力新零售 ..... 37
5. 盈利预测及估值分析 ..... 41
5.1 盈利预测 ..... 41
5.1.1 收入预测关键假设 ..... 41
5.1.2 成本及费用假设 ..... 41
5.2 估值分析及投资建议 ..... 43
风险提示 ..... 45

## 图表目录

*图表 1：公司历史沿革* ..... 6
*图表 2：公司产品矩阵* ..... 7
*图表 3：公司股权结构* ..... 8
*图表 4：公司上市募集资金使用方向* ..... 8
*图表 5：公司各产品类别主营业务收入增速* ..... 10
*图表 6：公司各产品类别 2019 营业收入占比* ..... 10

图表 7：2019 年软饮料市场各细分板块占比 ..... 11
图表 8：2014-2019 年软饮料各细分板块市场规模复合增速 ..... 11
图表 9：包装饮用水分类 ..... 12
图表 10：2019 年包装饮用水各品类市场规模占比 ..... 12
图表 11：2014-2019 年包装饮用水各品类市场规模及增速 ..... 12
图表 12：2019 年各国人均包装水消费量 ..... 12
图表 13：我国包装水消费量及增速 ..... 12
图表 18：消费者购买包装水时主要关注因素 ..... 13
图表 14：2018 年中国地表水水体占比 ..... 13
图表 15：2018 年中国地下水水体占比 ..... 13
图表 16：2018 年重要湖泊（水库）水质 ..... 14
图表 17：水管老化后截面图 ..... 14
图表 19：2019 年国内主要包装水品牌市占率（以零售额计） ..... 15
图表 20：主要包装水品牌市占率变化情况（以销售量计） ..... 15
图表 22：主要包装水品企业产品结构 ..... 15
图表 23：含糖茶及无糖茶市场 2014/2019 年市场规模及增速 ..... 16
图表 24：茶饮料市场 2019 年 CR3 市占率（以零售额计） ..... 16
图表 27：市场现有主要无糖茶饮料产品 ..... 16
图表 28：果汁饮料市场细分品类及代表产品（按浓度分） ..... 17
图表 29：纯/中/低浓度果汁市场 2014/2019 年市场规模及增速 ..... 17
图表 30：茶饮料市场 2019 年 CR3 市占率（以零售额计） ..... 17
图表 31：对标欧洲成熟市场，我国纯果汁饮料占比尚低 ..... 18
图表 32：功能饮料各细分市场 2014/2019 年市场规模及增速 ..... 18
图表 33：功能饮料市场 2019 年 CR3 市占率（以零售额计） ..... 18
图表 34：功能饮料各细分市场代表产品 ..... 19
图表 35：农夫山泉十大优质水源地的战略布局 ..... 20
图表 36：农夫山泉获批最大提取量 ..... 21
图表 37：取水相关法律法规 ..... 21
图表 38：主要包装水品牌产品水源及单价 ..... 22
图表 39：农夫山泉玻璃瓶装矿泉水包装细节 ..... 23
图表 40：农夫山泉玻璃瓶装矿泉水包装细节 ..... 23
图表 41：农夫山泉运动盖矿泉水 ..... 23
图表 42：农夫山泉运动盖矿泉水包装细节 ..... 23
图表 43：农夫山泉婴儿水三大卖点 ..... 24
图表 44：农夫山泉婴儿水质量标准 ..... 24
图表 45：农夫山泉主要品牌广告语 ..... 24
图表 46：农夫山泉微电影《搬运工篇》 ..... 25
图表 47：农夫山泉微电影《大自然篇》 ..... 25
图表 50：公司 2017-2019 年经销商数量调整情况（家） ..... 25
图表 51：农夫山泉 2017-2019 年经销商年贡献销售额（百万元） ..... 26
图表 52：经销商改革后之后农夫山泉市占率加速提升（%） ..... 26
图表 53：“饮用水+饮料”双引擎发展可以满足消费者更多的需求 ..... 26
图表 54：主要包装饮用水企业产品矩阵对比 ..... 27
图表 55：农夫山泉市场研发体系为市场驱动型 ..... 28
图表 56：NFC 果汁市场主流产品售价及保质期比较 ..... 28
图表 57：农夫山泉及怡宝研发费用投入情况（亿元） ..... 29
图表 58：农夫山泉及怡宝研发人员数量（人） ..... 29

图表 59：养生堂善于把握“天然”概念进行研发及营销 ..... 29
图表 60：农夫山泉饮料系列营销亮点紧扣“天然” ..... 29
图表 61： 2019 年凯度消费者触及数 TOP10 品牌 ..... 30
图表 62：农夫山泉合作伙伴系统——NCP 系统 ..... 31
图表 63：各价格带包装水经销商及门店利润空间 ..... 31
图表 64：1 元水品牌及 2 元水品牌市占率变化（%） ..... 31
图表 65：部分一元水品牌产品升级方式 ..... 32
图表 66：农夫山泉营销核心在“天然水” ..... 33
图表 67：怡宝营销核心在“运动”及“分享” ..... 33
图表 68：农夫山泉的年轻化营销 ..... 33
图表 69：3-5 元价格带主流包装水品牌 ..... 34
图表 70：农夫山泉中/大包装水销售额收入快速增长 ..... 34
图表 71：农夫山泉中大规格包装水产品矩阵 ..... 34
图表 72：农夫山泉现有产能利用率情况 ..... 35
图表 73：产能扩张计划 ..... 36
图表 74：农夫山泉 TOT 气泡饮品 ..... 36
图表 75：农夫山泉 TOT 气泡饮品牌代言人刘雨昕、虞书欣、谢可寅 ..... 36
图表 76：农夫山泉东方树叶系列产品 ..... 37
图表 77：农夫山泉鲜榨果汁系列产品 ..... 37
图表 78：Otakiri Springs 产品售价 ..... 37
图表 79：部分软饮料龙头企业渠道渗透程度比较 ..... 38
图表 80：我国历年自助售货机保有量 ..... 38
图表 81：自助售货机产品结构 ..... 38
图表 82：销售及分销开支中折旧及摊销金额及占收入比重 ..... 39
图表 83：农夫山泉新零售布局举措 ..... 39
图表 84：农夫山泉自动贩卖机与“芝麻店”对比 ..... 40
图表 85：农夫山泉“芝麻店” ..... 40
图表 86：农夫山泉自动售货机 ..... 40
图表 87：农夫山泉“芝麻店”的“买开水机送水优惠活动” ..... 40
图表 88：农夫山泉“芝麻店”会员充值优惠券 ..... 40
图表 89：公司主营收入预测 ..... 41
图表 90：PET 市场价格随油价波动 ..... 42
图表 91：部分主要 PET 瓶片厂商 2020 年各月度产品出厂价格同比变化 ..... 42
图表 92：公司毛利率预测 ..... 42
图表 93：公司销售及管理费用预测 ..... 42
图表 94：A 股部分饮料龙头公司估值 ..... 43
图表 95：港股部分饮料龙头公司估值 ..... 43
图表 96：全球部分食品饮料龙头公司估值 ..... 43
图表 97：DCF 估值法 ..... 44

# 1. 中国软饮料龙头企业，收入利润增长行业领先

## 1.1 中国软饮料龙头企业，包装饮用水和饮料双引擎发展

**公司为中国软饮料行业龙头企业。**农夫山泉为中国最早的包装饮用水生产企业之一，总部位于杭州，前身为 1996 年成立的新安江养生堂饮用水。经过数十年发展，公司已经成为国内软饮料龙头。公司 2019 年营业收入达 240 亿元，据弗若斯特沙利文数据，公司已连续 8 年保持中国包装饮用水市占率第一的领先地位，2019 年市场份额达 20.9%。公司主要产品覆盖包装饮用水、茶饮料、功能饮料和果汁饮料，通过 4280 名经销商覆盖超过 237 万个以上的终端零售网点进行销售。截至 2019 年底，公司拥有 12 个生产基地，包括在十大水源地周边建立的包装饮用水生产基地，以及在江西和新疆分别建立的鲜橙和苹果的鲜果加工及榨汁生产基地，总计 137 条包装饮用水及饮料生产线、7 条鲜果榨汁线及 3 条鲜果生产线。

*图表 1：公司历史沿革*

*资料来源：公司公告、国盛证券研究所*

**包装饮用水和饮料双引擎发展，产品矩阵丰富。**公司已形成饮料和包装饮用水双引擎发展的格局，根据弗若斯特沙利文报告，以 2019 年零售额计，公司在茶饮料、功能饮料及果汁饮料的市场份额均居于中国市场前三位。2018 和 2019 年，公司饮料产品收益占总收益的比重分别为 40.1%和 38.4%。包装饮用水产品中，“农夫山泉”天然饮用水最为消费者熟知。饮料产品中，茶饮料包括“茶π”和无糖的“东方树叶”两款产品；功能饮料产品主要包括“尖叫”和“力量帝维他命水”；果汁饮料产品覆盖低浓度果汁（“水溶 C100”）、中浓度果汁（“农夫果园”）及非浓缩还原纯果汁产品（“农夫山泉 NFC”及“17°5”）。除以上产品外，公司 2019 年新推出咖啡产品品牌“炭仌”、苏打水饮料以及植物酸奶产品。此外，公司还销售农产品，包括“17°5”鲜橙、“17°5”苹果及大米等。

图表 2：公司产品矩阵

| 包装饮用水 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 产品名称 | 饮用天然水 | 天然矿泉水（运动瓶盖） | 饮用天然水（适合婴幼儿） | 天然矿泉水（玻璃瓶） | 天然矿泉水（含锂型） |
| 推出时间 | 1997年 | 2015年 | 2015年 | 2015年 | 2019年 |
| 单瓶容量/重量 | 380ml-19L | 400ml&535ml | 1L | 350ml&750ml | 535ml |
| 建议零售价（元） | 1.5-26 | 3 | 9 | 30&45 | 5 |

| 茶饮料产品 | | | 功能饮料产品 | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 产品名称 | 东方树叶 | 茶Π | 产品名称 | 尖叫 | 力量帝维他命水 |
| 推出时间 | 2011年 | 2016年 | 推出时间 | 2004年 | 2010年 |
| 单瓶容量/重量 | 335ml&500ml | 250ml-900ml | 单瓶容量/重量 | 550ml | 250ml&500ml |
| 建议零售价（元） | 4&5 | 3-7 | 建议零售价（元） | 4 | 3&4.5 |

| 果汁饮料产品 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 产品名称 | 农夫果园（30%果汁） | 农夫果园（50%果汁） | 水溶C100 | 农夫山泉NFC果汁 | 17°5果汁 |
| 推出时间 | 2003年 | 2019年 | 2008年 | 2016年 | 2016年 |
| 单瓶容量/重量 | 500ml-1.8L | 250ml-1.25L | 250ml&445ml | 300ml&900ml | 330ml&950ml |
| 建议零售价（元） | 4-10 | 3-10 | 3&5 | 8&21.5 | 13.9&29.9 |

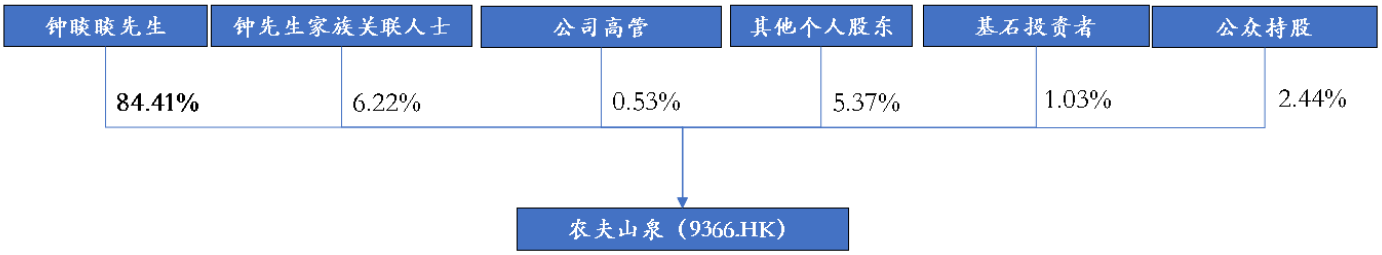
| 其他产品 | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 产品名称 | 炭仌咖啡饮料 | 苏打水饮料 | 植物酸奶产品 | 17°5鲜橙 | 17°5苹果 | 东北香米 |
| 推出时间 | 2019年 | 2019年 | 2019年 | 2014年 | 2015年 | 2018年 |
| 单瓶容量/重量 | 270ml | 410ml | 135g | 2.5kg-15kg/箱 | 3.3kg-10kg/箱 | 12kg-25kg/箱 |
| 建议零售价（元） | 9.9 | 4 | 9.9 | 45-350 | 62-225 | 186-290 |

资料来源：公司公告、国盛证券研究所

**公司董事长钟睒睒为实际控制人，家族持有公司约 93%的股权。**公司的实际控制人公司董事长钟睒睒先生，通过直接控股及控股公司间接持股等方式共持有公司 84.4%的股权（假设超额配售未行使，下同）。钟睒睒先生的家族关联人士包括钟睒睒先生的妻子卢晓苇等 5 人，持有公司 6.2%的股权。通过本次 IPO，公司引入 5 组基石投资者，分别

为富达基金、Coatue、GIC、国调基金及诚通中信农业基金、欧力士，预计将在上市后合计持有 1.03%的股权。

*图表 3：公司股权结构*




*资料来源：公司公告、国盛证券研究所*

*图表 4：公司上市募集资金使用方向*

| 金额占比 | 使用方向 | 具体用途 |
|---|---|---|
| *25%* | 品牌建设 | 12.5%用于推出不满 3 年的新产品品牌建设，12.5%用于成熟品牌的品牌建设 |
| *25%* | 购买终端零售设备 | 18.5%用于购买冰箱及暖柜，6.5%用于购买智能终端零售设备入自动售货机等 |
| *20%* | 增加生产设施 | 16%用于在千岛湖、万绿湖及吉林长白山增加天然水及饮料生产线、在陕西太白山增加无菌饮料生产线，上述项目预计于 2022 年竣工；4%用于在吉林长白山增加中大规格包装水生产线，预计 2023 年完成。 |
| *10%* | 业务运营 | 4%用于信息系统建设；4%用于增强研发能力，2%用于人才梯队建设 |
| *10%* | 用于偿还贷款 | |
| *10%* | 用作一般企业用途 | |

*资料来源：公司公告、国盛证券研究所*

**核心管理团队稳定且行业经验丰富，将“天然”“健康”理念深入内化为企业文化。**公司管理团队稳定，管理层平均拥有超过 20 年的食品饮料行业经验，且均在公司工作超过 10 年；董事长钟睒睒更是在食品饮料行业积累探索 30 余年，对产品研发、品牌营销及销售战略极具洞见，至今仍深度参与公司日常经营。钟总曾在采访中提到：“广告不是想出来的，想是想不出广告来的，必须从制造产品前开始就已经有了你的观念，你才能创造出一个好的广告。”由钟总一手创设的“天然”“健康”的产品理念已经内化为公司的企业文化，消费者也已对其形成鲜明的认知，成为其他竞争者难以复制的软实力。

图表 4：公司董事会及高管人员名单

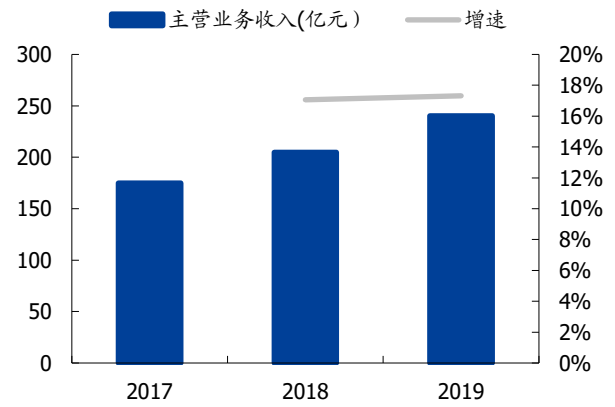
| 姓名 | 年龄 | 职位 | 加入集团日期 | 委任日期 | 职责 |
|---|---|---|---|---|---|
| 钟睒睒先生 | 65 | 创始人、董事长、执行董事、总经理 | 1996/06 | 2001/06 | 负责公司整体发展战略、业务计划及重大经营决策以及直接管理品牌、销售和人力资源工作 |
| 郭振先生 | 62 | 执行董事、副总经理、生产运营中心副总经理 | 2003/06 | 2019/12 | 负责公司整体生产运营工作 |
| 周力先生 | 48 | 执行董事、副总经理 | 2008/04 | 2019/9 | 负责公司的产品研发、质量管理、技术法规和法务工作 |
| 周震华女士 | 43 | 执行董事、财务负责人 | 2007/07 | 2019/9 | 负责公司的财务及对外投资工作，并作为总经理助理协助管理整体运营 |
| 廖原先生 | 49 | 执行董事 | 2000/04 | 2020/03 | 负责公司的国际业务发展、资本市场事宜 及法律事务 |
| Zhong Shu Zi 先生 | 32 | 执行董事 | 2014/01 | 2017/6 | 对公司的业务计划、重大决策及投资活动提供意见 |
| Stanley Yi Chang 先生 | 61 | 独立非执行董事 | 2020/03 | 2020/03 | 监督董事会并为其提供独立判断 |
| 杨磊先生 | 52 | 独立非执行董事 | 2019/09 | 2019/09 | 监督董事会并为其提供独立判断 |
| 吕源先生 | 64 | 独立非执行董事 | 2019/09 | 2019/09 | 监督董事会并为其提供独立判断 |

资料来源：公司公告、国盛证券研究所

## 1.2 营收利润快速增长，盈利能力领先同行

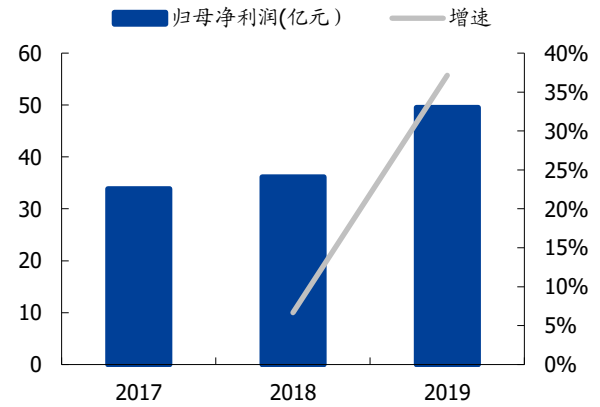
**营收及利润快速增长，增速领先同行。**农夫山泉 2017-2019 年营业收入保持平稳快速增长，由 2017 年的 174.91 亿增至 2019 年的 240.21 亿，年复合增速约 17.2%；归母净利润由 2017 年的 33.86 亿增至 2019 年的 49.53 亿，年复合增速约 20.95%。公司 2018 年、2019 年营收增速分别为 17.1%及 17.3%，在全球营收超 10 亿美元的上市软饮料企业中，位列第一，远超同期中国软饮料行业 5.0%及 6.6%的增速。

图表 5：公司 2017-2019 主营业务收入及其增速



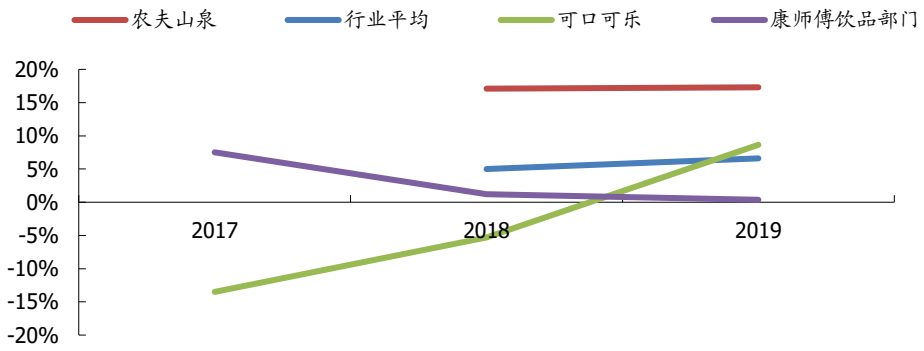

资料来源：公司公告、国盛证券研究所

图表 6：公司 2017-2019 归母净利润及其增速




资料来源：公司公告、国盛证券研究所

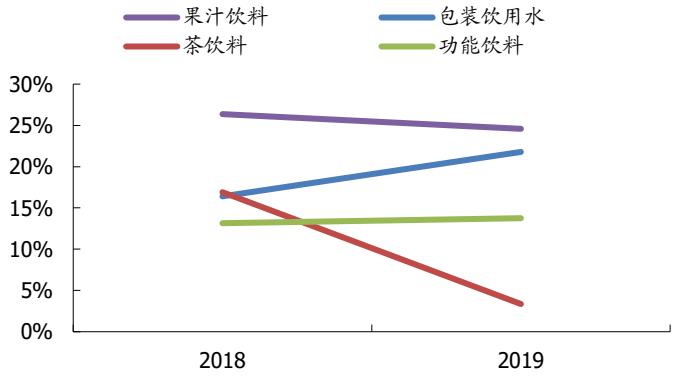
图表 7：公司主营业务收入增速在同业中名列前茅




资料来源：公司公告、国盛证券研究所

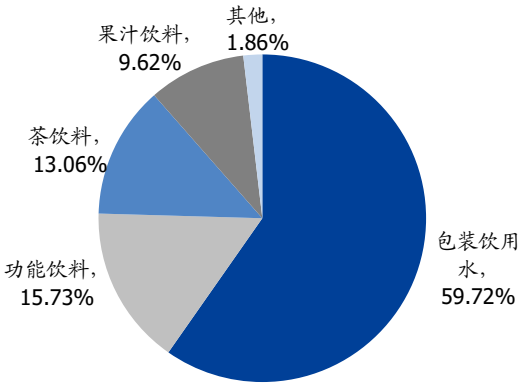
**包装饮用水占营收半壁江山，饮料板块果汁饮料增速领先。**自 2017 至 2019 年，公司包装饮用水营业收入由 101.2 亿增至 143.46 亿，年复合增长率 19.1%；包装饮用水营收占比较为稳定，约为 60%。2018 年、2019 年包装饮用水对收益增长额的贡献分别为 55.6%和 72.4%。2017 年至 2019 年，公司茶饮料、功能饮料及果汁饮料的营收年复合增长率分别为 9.9%、13.5%及 25.5%。

图表 5：公司各产品类别主营业务收入增速




资料来源：公司公告、国盛证券研究所

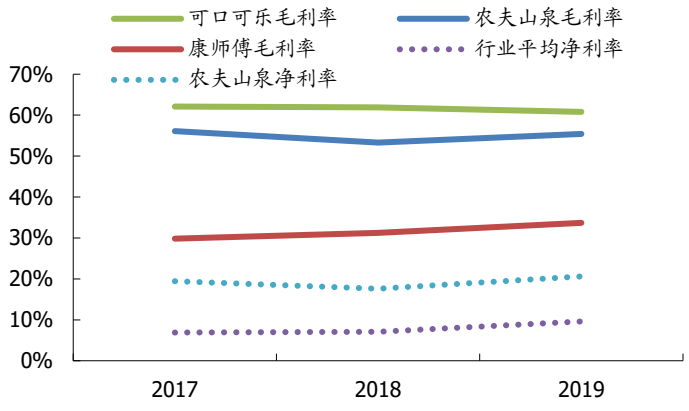
图表 6：公司各产品类别 2019 营业收入占比




资料来源：公司公告、国盛证券研究所

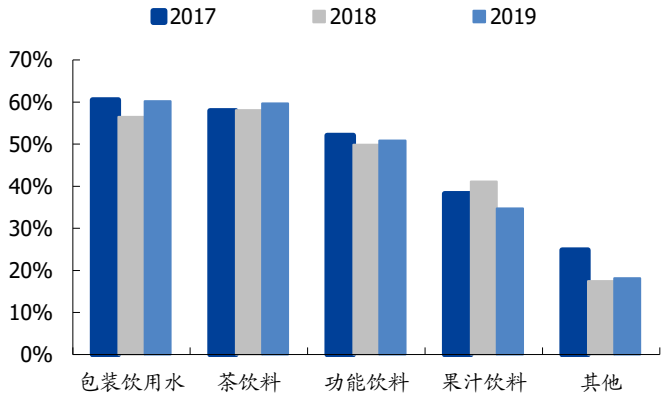
**毛利率稳定，盈利能力领先同行。**2017 至 2019 年，公司综合毛利率稳定，三年分别为 56.1%、53.3%，55.4%，波动主要来自于原材料 PET 价格变动。对比全球主要上市软饮料企业，公司毛利率处于行业领先地位。根据弗若斯特沙利文，2017 年至 2019 年中国软饮料行业平均净利率分别为 3.9%、7.6%及 8.5%。公司盈利水平远超同期行业平均，分别为 19.4%、17.6%及 20.6%。

图表 9：盈利能力领先同行




资料来源：公司公告、国盛证券研究所

图表 10：公司各产品类别 2017-2019 毛利率




资料来源：公司公告、国盛证券研究所

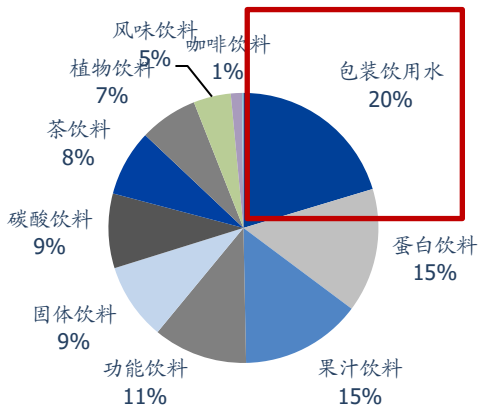
# 2. 包装饮用水千亿市场高速增长，饮料市场细分赛道各有明星

## 2.1 包装饮用水：消费升级驱动量价齐升，市场空间极为广阔

### 2.1.1 软饮料行业中奔跑的大象

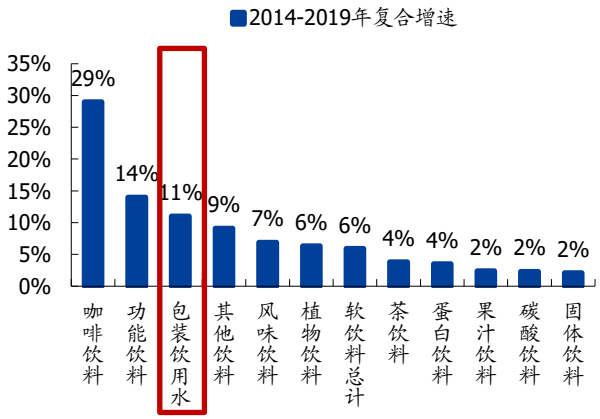
**包装饮用水市场规模超 2000 亿，为软饮料行业最大且增速靠前的细分板块。**根据弗若斯特沙利文，软饮料分为十个主要类别，按 2019 年市场规模顺序，从大到小依次为：包装饮用水、蛋白饮料、果汁饮料、功能饮料、固体饮料、碳酸饮料、茶饮料、植物饮料、风味饮料和咖啡饮料。其中包装饮用水体量最大，2019 年市场规模达 2017 亿元。同时过去五年该板块市场规模复合增速排名靠前，达到 11%，仅次于咖啡饮料及功能饮料。

图表 7：2019 年软饮料市场各细分板块占比




资料来源：弗若斯特沙利文、国盛证券研究所

图表 8：2014-2019 年软饮料各细分板块市场规模复合增速




资料来源：弗若斯特沙利文、国盛证券研究所

**包装饮用水中天然水及矿泉水市场为高增长赛道。**包装饮用水按照水源地及是否含有矿物质及微量元素可以分为四类，按照水源稀缺程度排序依次为：天然矿泉水、天然水、饮用纯净水以及其他饮用水。其中，饮用纯净水对于水的来源没有限制，为目前市场规模最大的包装饮用水类别，2019 年零售额占比达 60.4%。但近年随着中国消费者健康意

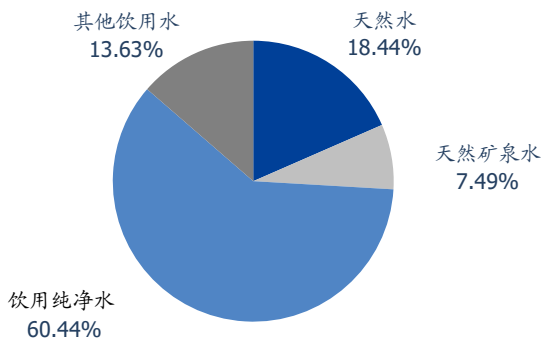
识增强及消费能力的提升，天然水及天然矿泉水市场规模快速增长，2019 年市场规模达到 372 亿及 151 亿，2014 至 2019 年 CAGR 分别为 24.8%和 18.4%。

*图表 9：包装饮用水分类*

| 类别 | 来源 | 是否含有稳定矿物质或微量元素 |
|---|---|---|
| 天然水 | 水井、山泉、水库、湖泊、高山冰川或地下（泉）水等 | 否 |
| 天然矿泉水 | 地下深处自然涌出或经钻井或采集 | 是 |
| 饮用纯净水 | 地表、地下或公共供水系统 | 否 |
| 其他饮用水 | 除天然水、天然矿泉水、饮用纯净水之外，可以人工添加一定含量的矿物质的饮用水。 | 是 |

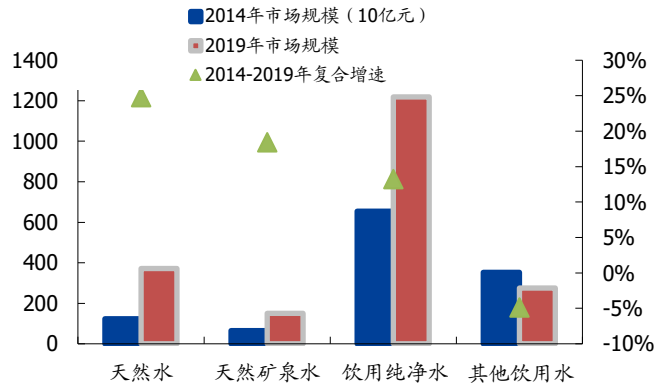
*资料来源：弗若斯特沙利文、国盛证券研究所*

*图表 10：2019 年包装饮用水各品类市场规模占比*




*资料来源：弗若斯特沙利文、国盛证券研究所*

*图表 11：2014-2019 年包装饮用水各品类市场规模及增速*

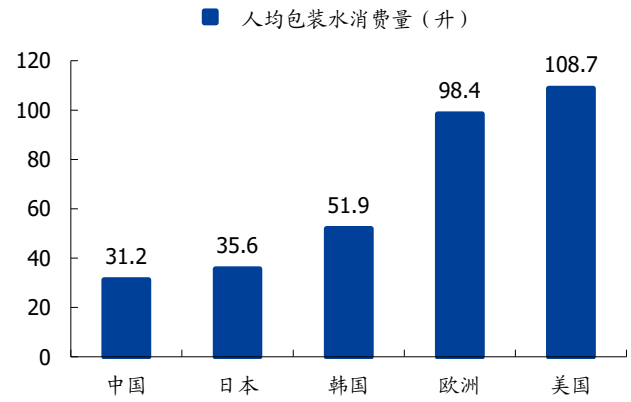



*资料来源：弗若斯特沙利文、国盛证券研究所*

### 2.1.2 人均消费量尚低，消费升级及健康意识增强为增长主要驱动

**参考国外成熟市场，我国人均包装水消费量还有较大提升空间。**我国包装水销量自 2010 年以来快速增长，从 175 亿升增至 436 亿升，CAGR 超 10%。根据欧睿数据，2019 年我国包装水人均消费量仅 31.2 升，远低于美国（108.7 升）、欧洲（98.4 升）等西方成熟国家，与韩国（51.9 升）及日本（35.6 升）也有一定差距。以发达国家成熟市场为参考，我国包装水行业仍有较大增长空间。

*图表 12：2019 年各国人均包装水消费量*




*资料来源：欧睿数据、国盛证券研究所*

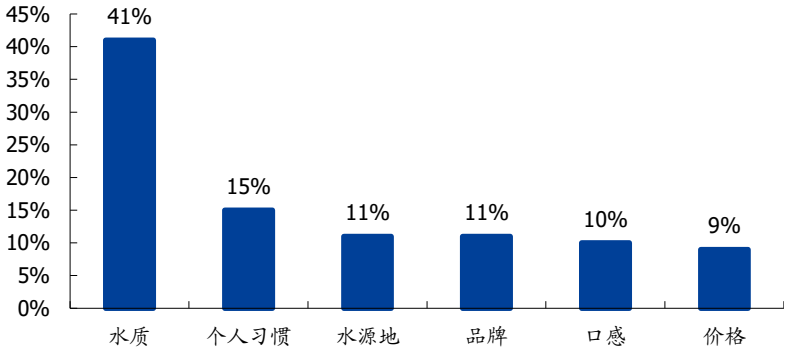
*图表 13：我国包装水消费量及增速*

*资料来源：欧睿数据、国盛证券研究所*

**消费升级及健康意识增强为包装水增长的主要驱动。**随着收入水平及健康意识提升，消费者对饮用水的关注度越来越高。对价格敏感性的降低以及对水质要求的提升使得人们有动力使用包装水替代白开水及自来水作为日常生活用水。

收入水平提升使得消费者对于包装水价格敏感性降低。根据《中国公众健康饮水蓝皮书》，消费者在购买包装水时最看重的因素是水质（41%），其次是个人习惯、水源地、品牌、口感；价格只排在关注因素的第六位。随着收入水平增长，消费者逐渐对于水质、水源地、 品牌施与更多的关注，而对价格敏感度降低，促进了包装饮用水的消费。

*图表 14：消费者购买包装水时主要关注因素*



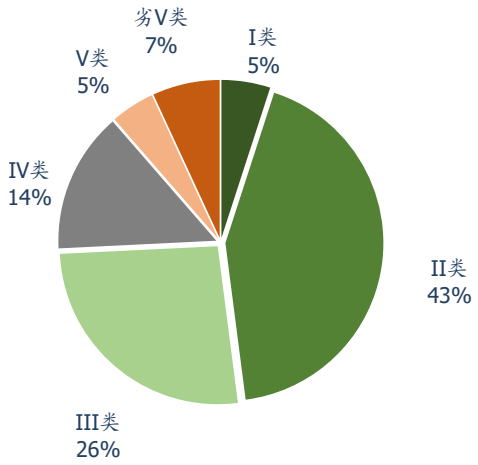

*资料来源：中国公众健康饮水蓝皮书、国盛证券研究所*

同时，消费者对于水质的关注逐渐提高，两大现状使得他们开始意识到日常饮用水的水质并不尽如人意。

1. 我国淡水水源中能够作为一级饮用水的水体占比偏低。根据《中国生态资源报告》，2018 年，全国地表水监测的 1935 个水质断面中，能够作为一级饮用水的 I/II 类水占比不到 50%，不能够作为饮用水源的 IV 类至劣 V 类水占比达 26%。全国 10168 个国家级地下水水质监测点中，能够作为一级饮用水的 I/II 类水占比更是仅为 9.9%，超标指标有锰、铁、浊度、总硬度、溶解性总固体、碘化物、氯化物、“三氮”（亚硝酸盐氮、硝酸盐氮和氨氮）和硫酸盐等，个别监测点还存在铅、锌、砷、汞、等重金属超标现象。

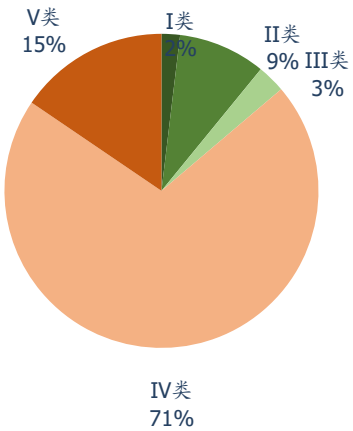
2. 老旧小区中水管老化等因素可能会造成自来水二次污染。很多老旧小区因为水管年久老化，且缺乏管理和维护，水管被锈蚀，长时间不用后，水管里的铁锈、泥沙沉淀、微生物就会被带入水中，致使自来水变浑浊。

*图表 15：2018 年中国地表水水体占比*




*资料来源：《中国生态资源报告》、国盛证券研究所*

*图表 16：2018 年中国地下水水体占比*




*资料来源：《中国生态资源报告》、国盛证券研究所*

图表 17：2018 年重要湖泊（水库）水质

| 类别 | 三湖 | 重要湖泊 | 重要水库 |
|---|---|---|---|
| I类、II 类 | —— | 班公错、红枫湖、香山湖、高唐湖、花亭湖、柘林湖、抚仙湖、泸沽湖、洱海、邛海 | 云蒙湖、大伙房水库、密云水库、昭平台水库、瀛湖、王瑶水库、南湾水库、大广坝水库、龙岩滩水库、水丰湖、高州水库、里石门水库、大隆水库、石门水库、龙羊峡水库、怀柔水库、长潭水库、双塔水库、丹江口水库、解放村水库、黄龙滩水库、鲇鱼山水库、隔河岩水库、千岛湖、太平湖、松涛水库、党河水库、东江水库、湖南镇水库、漳河水库、新丰江水库 |
| III类 | —— | 色林错、骆马湖、衡水湖、东平湖、斧头湖、瓦埠湖、东钱湖、梁子湖、南四湖、百花湖、武昌湖、阳宗海、万峰湖、西湖、博斯腾湖、赛里木湖 | 、于桥水库、察尔森水库、三门峡水库、崂山水库、鹤地水库、磨盘山水库、鸭子荡水库、红崖山水库、山美水库、小浪底水库、鲁班水库、尔王庄水库、董铺水库、白龟山水库、白莲河水库、富水水库、铜山源水库 |
| IV类 | 太湖、滇池 | 白洋淀、白马湖、沙湖、阳澄湖、焦岗湖、菜子湖、南漪湖、鄱阳湖、镜泊湖、乌梁素海、小兴凯湖、洞庭湖、黄大湖 | 松花湖、玉滩水库、莲花水库、峡山水库 |
| V类 | 巢湖 | 杞麓湖、龙感湖、仙女湖、淀山湖、高邮湖、洪泽湖、洪湖、兴凯湖 | —— |
| 劣V类* | —— | 艾比湖、呼伦湖、星云湖、异龙湖、大通湖、程海、乌伦古湖、纳木错、羊卓雍错 | —— |

资料来源：《中国生态资源报告》、国盛证券研究所

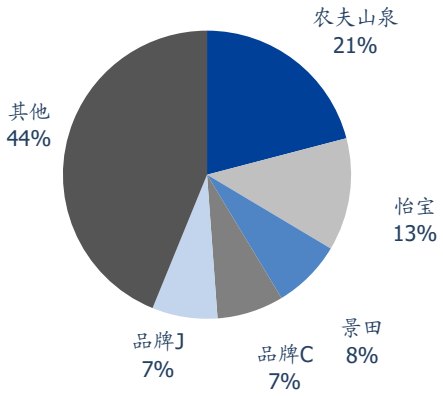
图表 18：水管老化后截面图

资料来源：新浪新闻、国盛证券研究所

**消费升级趋势下，天然水及矿泉水产品市占率有望加速提升**。当前包装水市场竞争格局尚未稳定，呈现以农夫山泉为首，怡宝、景田跟随快速增长的局面。据弗若斯特沙利文数据，2019 年中国包装水按零售额计市场份额前三分别是农夫山泉（21%），怡宝（13%）以及景田（8%）。而过去市占领先，主打低价包装水的康师傅及娃哈哈市占率则持续下降。在消费升级的大趋势下，天然水及矿泉水产品市占率有望加速提升。各包装水龙头

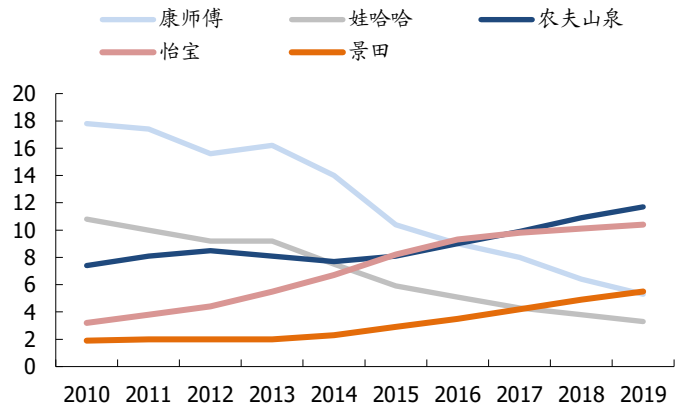
公司也正在积极布局天然水及矿泉水，例如农夫山泉推出了三款矿泉水产品，分别是玻璃瓶装、运动盖装和婴幼儿水，水源地均来为长白山莫涯泉；怡宝则收购了加林山，从原本单一的纯净水业务拓展到矿泉水业务上。

图表 19：2019 年国内主要包装水品牌市占率（以零售额计）




资料来源：弗若斯特沙利文、国盛证券研究所

图表 20：主要包装水品牌市占率变化情况（以销售量计）




资料来源：欧睿数据、国盛证券研究所

图表 21：主要包装水品企业产品结构

| 产品类型 | 农夫山泉 | 华润怡宝 | 景田百岁山 | 康师傅 | 娃哈哈 |
|---|---|---|---|---|---|
| 天然矿泉水 | 农夫山泉矿泉水（运动瓶盖、含锂型、玻璃瓶） | 加林山天然矿泉水 | 百岁山矿泉水、本来旺矿泉水 | 涵养泉矿泉水 | - |
| 天然水 | 农夫山泉天然水（普通型、婴幼儿） | - | - | | - |
| 饮用纯净水 | - | 怡宝纯净水 | - | 康师傅纯净水、优悦纯净水 | 娃哈哈纯净水、纯真年代纯净水 |
| 其他饮用水 | - | - | - | - | 富氧弱碱性水、饮用矿物质水、弱减水、活性含氧饮用水、锐舞派对饮用矿物质水、晶钻水。 |

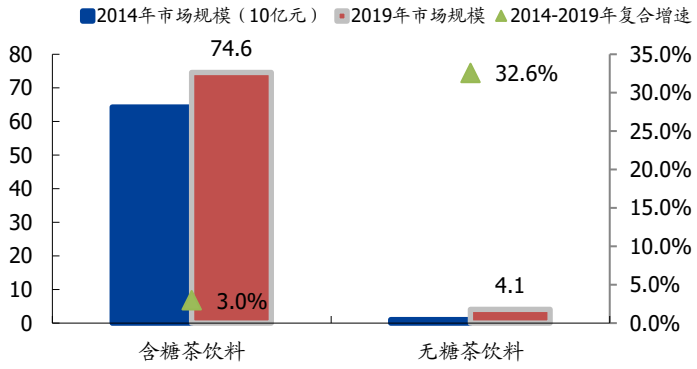
资料来源：各公司官网、国盛证券研究所

## 2.2 饮料行业：“健康”+“便捷”主导消费需求变革，细分市场快速发展

### 2.2.1 茶饮料：传统茶饮增速下滑，无糖茶饮靠健康便捷逆势增长

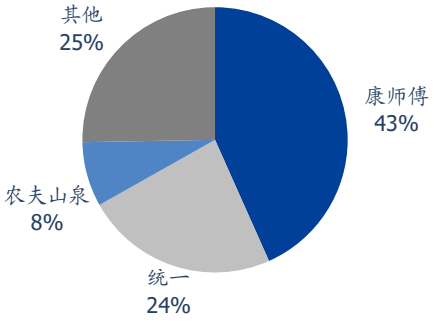
**茶饮料市场增速下滑，无糖茶饮逆势增长。**我国茶饮料行业自 1993 年起步，旭日升系列茶饮料占据茶饮料市场主导地位，随后康师傅和统一崛起，双雄对峙，旭日升衰退，经过二十余年发展，茶饮料行业目前已进入增速相对缓慢的成熟期。根据弗若斯特沙利文报告，按零售额计算，2019 年中国茶饮料市场规模为人民币 787 亿元，近五年 CAGR 为 3.8%。但近年受到中国消费者健康意识增强的驱动，无糖茶饮品类零售额出现逆势增长。2019 年无糖茶饮料的市场规模为 41 亿元，五年 CAGR 高达 32.6%，成为茶饮料市场增速最为强劲的细分赛道。

图表 22：含糖茶及无糖茶市场 2014/2019 年市场规模及增速




资料来源：弗若斯特沙利文、国盛证券研究所

图表 23：茶饮料市场 2019 年 CR3 市占率（以零售额计）




资料来源：弗若斯特沙利文、国盛证券研究所

**依靠“健康”&“便捷”属性，无糖茶饮品类抗压增长。**随着大众健康观念的日益增强，消费者对于高含糖量、高热量饮料的偏好度持续走低。现在糖含量已经逐渐成为评价是否健康的一个新标志，各品牌顺应低糖趋势，推出低糖、无糖产品。在《2015 年全国茶饮料行业的用户满意度调查》中，“饮料成分健康性”是被访者满意度最低的一项，43%的被访者表示会在购买茶饮料时关注含糖量这一要素，无糖茶在中国市场具有极大增长潜力。无糖茶饮市场竞争者众多，其中不乏重量级企业，包括农夫山泉旗下已推出七年的东方树叶、可口可乐上线新品“淳茶舍”等。

图表 24：市场现有主要无糖茶饮料产品

| 无糖茶饮产品 | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 产品名称 | 三得利乌龙茶 | 三得利黑乌龙茶 | 东方树叶 | 维他无糖茶 | 淳茶舍 | 茶霸 | 伊藤园 | 解茶 |
| 母品牌 | 三得利 | 三得利 | 农夫山泉 | 维他奶 | 可口可乐 | 统一 | 伊藤园 | 道地 |
| 售价 | 3.5元/500ml | 7.5元/350ml | 5元/500ml | 5元/500ml | 4.5元/480ml | 5元/500ml | 4元/500ml | 5.5元/500ml |

资料来源：天猫商城、国盛证券研究所

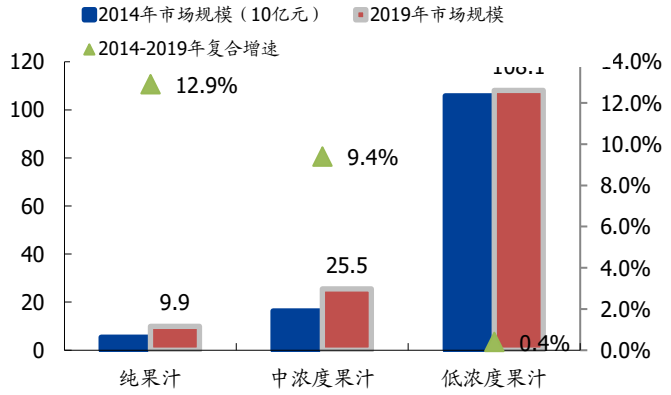
### 2.2.2 果汁饮料：摆脱衰退阴霾，高浓度及鲜榨果汁另辟蹊径

**传统果汁饮料增速相对缓慢，高浓度及鲜榨果汁为高增长细分赛道。**根据弗若斯特沙利文报告，按零售额计，2019 年中国果汁饮料市场规模为人民币 1435 亿元。果汁饮料按浓度可分为三类：一是低浓度果汁（果汁含量 5%-29%），代表产品为统一“鲜橙多”、康师傅“每日 C”果汁等；二是中浓度果汁(果汁含量 26%-99%)，包括屈臣氏的“果汁先生”和养生堂的“农夫果园”；三是用鲜果直接榨汁不加水(NFC)或浓缩果汁加水还原制成的纯果汁饮品(FC)。其中，低浓度果汁的市场份额最大，2019 年低浓度果汁零售额占整体果汁饮料零售额的 75.3%。根据弗若斯特沙利文报告，受到消费者可支配收入提高和健康意识增强的驱动，从 2014 年至 2019 年，纯果汁及中浓度果汁零售额的复合年增长率分别为 12.9%和 9.4%，远超过同期低浓度果汁 0.4%的增速。

图表 25：果汁饮料市场细分品类及代表产品（按浓度分）

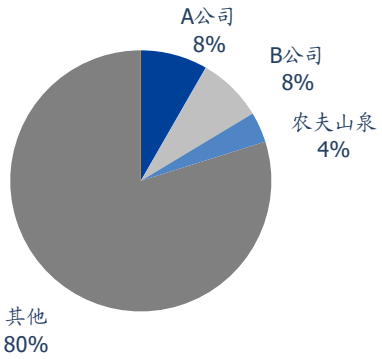
资料来源：公司公告、天猫商城、国盛证券研究所

图表 26：纯/中/低浓度果汁市场 2014/2019 年市场规模及增速




资料来源：弗若斯特沙利文、国盛证券研究所

图表 27：茶饮料市场 2019 年 CR3 市占率（以零售额计）



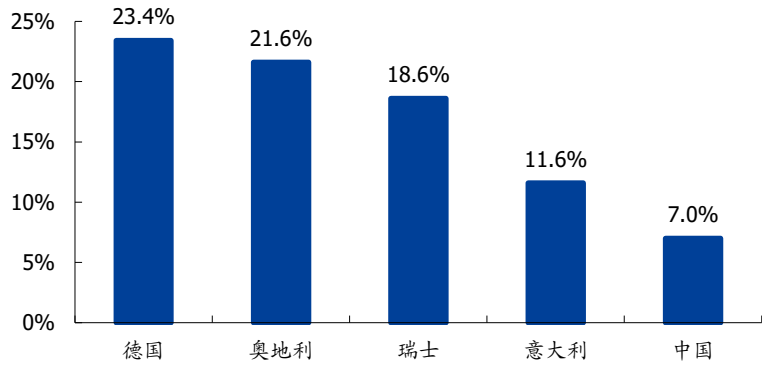

资料来源：弗若斯特沙利文、国盛证券研究所

**与茶饮料类似，传统高糖低浓度果汁饮料逐渐被健康饮品替代。**在健康饮食观念盛行的当下，果汁含量仅为 5%-10%的低浓度果汁逐渐无法满足消费者的健康需求。以市面上较为常见的某品牌低浓度果汁产品为例，其营养成分表显示，该果汁产品每 100ml 的含糖量为 10.2g，世卫组织建议每天摄取的糖份在 30-40g，一瓶 500ml 的果汁已经将糖分额度透支。另一方面，低浓度果汁的口感风味与现饮茶及其他品类饮料相比，也并无突出优势。未来随着选择的多样化，低浓度果汁的生存空间将继续被挤压。

**对比国际成熟市场，NFC 鲜榨果汁将成为果汁饮料行业下一个风口。**NFC 果汁在营养成分以及品质方面为消费者创造了一个新的需求，在口感和健康两个维度都能够满足消费者对于饮品的更高标准。在德国、奥地利，2019 年 100%纯果汁市场占有率超过 20%，但中国市场，100%纯果汁的市场占有率仅有 7%，相较发达国家成熟市场，纯果汁市场增长潜力巨大。随着未来居民消费层次的不断升级，以及大城市冷链运输、仓储等配套

服务的逐步完善，NFC 果汁作为真正意义上的“纯天然鲜榨果汁”，将更好地满足健康新鲜的消费趋势。

*图表 28：对标欧洲成熟市场，我国纯果汁饮料占比尚低*

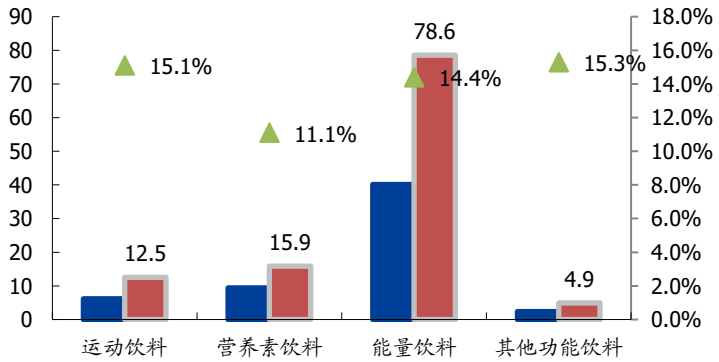



*资料来源：statistic、国盛证券研究所*

### 2.2.3 功能饮料：能量饮料为核心细分市场，运动饮料快速增长

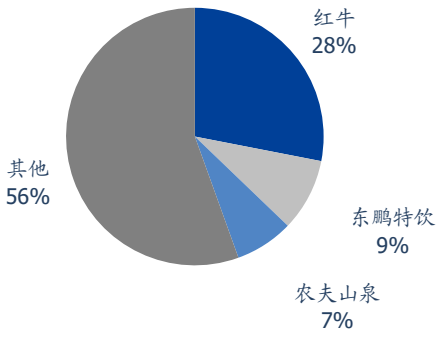
**功能饮料市场快速增长，市场规模已突破千亿。**功能饮料作为软饮料年复合增速第二的板块，受益于消费者健康观念提升，2019 年市场规模达到 1119 亿，近五年 CAGR 达到 14.5%。功能饮料主要分为能量饮料、运动饮料、营养素饮料、电解质饮料等其他功能饮料。其中能量饮料为规模最大的品类，2019 年市场规模达到 786 亿元，代表品牌有红牛、东鹏特饮、启力等。营养素饮料市场规模次之，2019 年市场规模达到 159 亿元，代表品牌有脉动、维他命水等。运动饮料市场规模虽相对较小，只有 125 亿元，但是其 5 年 CAGR 达到 15.1%，超过行业平均。

*图表 29：功能饮料各细分市场 2014/2019 年市场规模及增速*




*资料来源：公司公告、国盛证券研究所*

*图表 30：功能饮料市场 2019 年 CR3 市占率（以零售额计）*




*资料来源：公司公告、国盛证券研究所*

**消费场景较为分散，垂直细分领域新品倍出。**随着现在年轻人的作息、工作和生活节奏加快，健康意识提升，功能性饮料的消费者基数越来越大。功能饮料市场也正在逐渐摆脱“一家独大”的局面，未来，垂直细分领域将成为功能饮料重点发展方向，只有通过创新打造出产品的差异性，做好消费场景营销，才能成功打出爆款。

图表 31：功能饮料各细分市场代表产品

| 功能饮料 | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 分类 | 运动饮料 | | 能量饮料 | | 营养素饮料 | | 电解质饮料 | |
| 代表产品 | 佳得乐<br>尖叫 → | | 红牛<br>东鹏 | | 脉动<br>力量帝维他命水 | | 宝矿力水特 | |

资料来源：天猫商城、国盛证券研究所

# 3. 善用“天然”概念，产品、品牌、渠道高筑护城河

## 3.1 包装水：差异化定位+大师级营销，“天然”标签深入人心

### 3.1.1 产品端：依托优质水源，坚持 100%天然水+矿泉水产品

**充分布局优质水源，保证产品高端品质且能够快速完成全国规模生产。**公司对于天然水及矿泉水两大品类皆有充分水源布局，保证未来高端新品能够快速量产。

**1）天然水产品：公司水源遍布全国，新品能够快速完成规模生产。**

农夫山泉包装饮用水产品全部源自天然水源，根据弗若斯特沙利文，这在中国前五大包装饮用水企业中独一无二。农夫山泉布局了国内 10 大优质水源地，分别为浙江千岛湖、吉林长白山、湖北丹江口、广东万绿湖、新疆天山玛纳斯、四川峨眉山、陕西太白山、贵州武陵山、河北雾灵山、黑龙江大兴安岭。农夫山泉包装饮用水产品均源自这十个天然水源，生产基地都建立在水源地周边，仅对天然原水作必要的处理，因此产品含有钾、钠、钙、镁及偏硅酸等对人体有益的天然矿物元素。

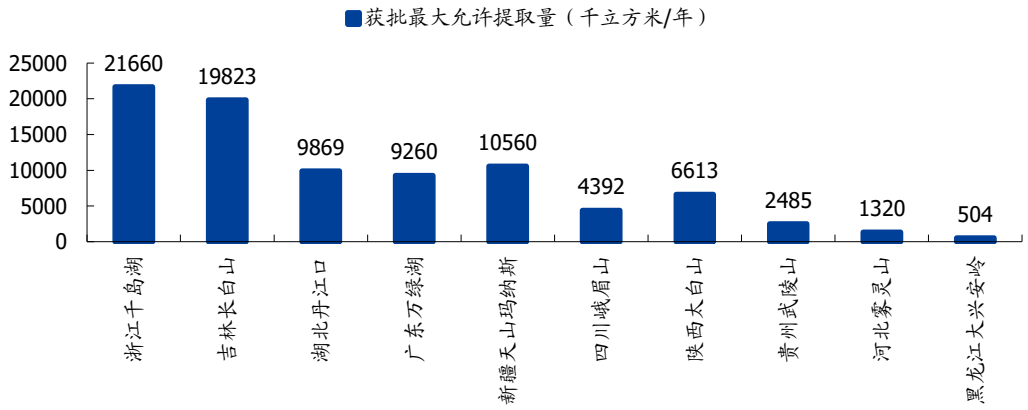
图表 32：农夫山泉十大优质水源地的战略布局

资料来源： 招股说明书，国盛证券研究所

公司获得水资源有两种途径：

- **直接取水：**持有取水许可证或采矿许可证（仅适用于矿泉水），直接从水源地获取水资源，这是公司获取水资源的主要途径；
- **第三方供水：**与持有取水许可证的第三方国有供水公司签订供水协议，协议会约定供水价格及每年供水量，由于中国水资源属政府规管的公共资源，供应具有相对较高的可靠性。公司位于湖北丹江口、吉林长白山、新疆天山玛纳斯三个生产基地的四家工厂均已与第三方国有供水公司签订供水协议。

图表 33： 农夫山泉获批最大提取量




资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**2）矿泉水产品：门槛高、开发周期长，公司已建成两大矿泉水工厂，具有一定先发优势。**相比纯净水以及天然水，矿泉水的生产门槛更高，主要由于矿泉水水资源投资金额大，审批时间长，同一水源地具有排他性。从招标拍卖挂牌获得矿泉水探矿权开始，水源的开采必须历经**三个水文年**的动态观测、水质分析、专家评审、储量评估、开发利用方案、自然灾害评估、地质环评及恢复治理、建厂环评、水资源认证、取水许可等，还要经国土、水务、环保等多部门多项审批，**整个流程或需四至五年，经费在几千万元**。而农夫山泉已经拥有两大水源地，分别位于吉林长白山和黑龙江大兴安岭，并且已依泉建厂，搭建了完整的上游供应链。相对于计划入局矿泉水赛道的竞争者，具有相当的先发优势。

图表 34：取水相关法律法规

| 取水相关法律法规 | 内容 |
| --- | --- |
| 天然水取水管理 | 直接从自然资源（例如江河、湖泊或地下水）取水须遵守取水许可制度，取用水资源的单位和个人都应当申请领取许可证，并缴纳水资源费。同一申请人申请取用多种水源的，应当区分不同的水源分别核发取水许可证。有效期届满需要延续的，需提出申请并审批。取水单位应当按照经审批的年度取水计划取水，超计划或者超定额取水的，对超计划或者超定额部份累进收取水资源费。 |
| 矿泉水采矿管理 | 国家对矿产资源的开采实行许可证制度。开采矿产资源，必须依法申请登记，领取采矿许可证，取得采矿权。 |

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

*图表 35：主要包装水品牌产品水源及单价*

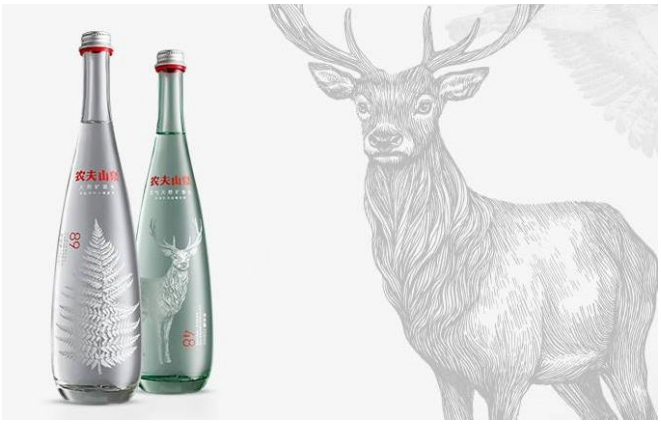
| 品牌 | 品名 | 类别 | 水源地 | 规格 | 售价（元） | 瓶数 | 单价（元） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 农夫山泉 | 农夫山泉 | 天然水 | 千岛湖、丹江口、万绿湖、新疆天山玛纳斯、峨眉山、太白山、武陵山、雾灵山、黑大兴安岭 | 550ml | 32.9 | 24 | 1.37 |
| | 农夫山泉 | 天然矿泉水 | 长白山、大兴安岭 | 535ml | 13.9 | 6 | 2.32 |
| 华润怡宝 | 怡宝 | 饮用纯净水 | - | 555ml | 16.8 | 12 | 1.40 |
| | 加林山 | 天然矿泉水 | 珠海加林山 | | | | |
| 景田百岁山 | 百岁山 | 天然矿泉水 | 惠州百岁山、江西宜春、浙江余姚 | 570ml | 59.9 | 24 | 2.50 |
| | 景田饮用纯净水 | 饮用纯净水 | - | 560ml | 39.8 | 24 | 1.66 |
| | 景田饮用天然泉水 | 天然水 | | 4.6L | 52 | 4 | 1.4/500ml |
| 康师傅 | 涵养泉 | 天然水 | 长白山青龙泉 | 550ml | 59.9 | 24 | 2.50 |
| | 矿物质水 | 其他饮用水 | - | 550ml | 35.9 | 24 | 1.50 |
| 娃哈哈 | 娃哈哈 | 饮用纯净水 | - | 596ml | 33.6 | 24 | 1.40 |
| 雀巢 | 云南山泉 | 天然水 | 云南 | 550ml | 60 | 24 | 2.50 |
| | 雀巢优活 | 饮用纯净水 | - | 550ml | 30.2 | 24 | 1.26 |
| 达能 | 依云 | 天然矿泉水 | 法国阿尔贝斯山脉 | 500ml | 159 | 24 | 6.63 |
| | 波多 | 天然矿泉水 | 法国圣加米尔耶 BadoitOuest 泉 | 750ml | 199 | 12 | 16.58 |
| | 富维克 | 天然矿泉水 | 法国奥菲涅火山国家公园 | 500ml | 108 | 24 | 4.50 |
| 恒大冰泉 | 恒大冰泉 | 天然矿泉水 | 长白山 | 500ml | 39.9 | 24 | 1.66 |
| 昆仑山 | 昆仑山雪山矿泉水 | 天然矿泉水 | 昆仑山 | 510ml | 122 | 24 | 5.08 |
| 西藏 5100 | 西藏冰川矿泉水 | 天然矿泉水 | 西藏念青唐古拉山脉 | 500ml | 169 | 24 | 7.04 |

*资料来源：京东、天猫、各公司官网，国盛证券研究所*

**依托“天然水”+“矿泉水”定位，公司在高端水市场积累充足经验。**2015 年 2 月，公司在位于长白山矿泉水水源地的工厂召开发布会，高调推出三款新品，从不同角度打开高端水市场：

**1）玻璃瓶装矿泉水-高格调包装，撕破平价标签：**此款产品为国内首款玻璃瓶装矿泉水，精美的包装获得了当年多款设计大奖，也打响了农夫山泉高端水产品的知名度。该款产品售价 30-35 元/750ml，通过精美设计高调提升农夫山泉的品牌形象，打破消费者对于农夫山泉固有的“两元水”标签。

图表 36：农夫山泉玻璃瓶装矿泉水包装细节



资料来源：公司官网、国盛证券研究所

图表 37：农夫山泉玻璃瓶装矿泉水包装细节

资料来源：公司官网、国盛证券研究所

**2）运动瓶盖矿泉水-"比竞品更美一点"：**此款产品在瓶盖端的差异化设计让喝水变得更加的方便，同时瓶身的图案富有诗意，把矿泉水的"自然"概念通过一些列动物形象传递给消费者。此款产品售价 3-4 元/535ml，在与竞品同时摆放在货柜时，能够通过特殊的设计以及精美的包装吸引消费者的眼球。

图表 38：农夫山泉运动盖矿泉水

资料来源：京东、国盛证券研究所

图表 39：农夫山泉运动盖矿泉水包装细节

资料来源：京东、国盛证券研究所

**3）无菌婴儿水-高标准产品，初步探索细分市场：**此款产品为国内首款针对婴儿消费群体推出的包装水产品，在产品品质上强调低浓度矿物质以及无菌概念，无需煮沸即可直接给婴儿饮用，设计为适合家庭饮用的 4L 大包装。婴幼儿产品对于品质的要求严格，农夫山泉推出针对该市场的新品，一方面是对于母婴消费这块大蛋糕的初步探索，另一方面也侧面强调了公司对于产品品质的重视。

图表 40：农夫山泉婴儿水三大卖点

资料来源：京东、国盛证券研究所

图表 41：农夫山泉婴儿水质量标准

| 项目 | 农夫山泉饮用天然水(适合婴幼儿)矿物含量 | 国际法规及专业机构要求 | GB 5749-2006《生活饮用水卫生标准》要求 |
|---|---|---|---|
| 溶解性总固体，mg/L | 20~100 | ≤100mg/L (保加利亚专家) | ≤1000 |
| 钠，mg/L | 0.8~20.0 | ≤20mg/L (奥地利联邦法律公报、德国儿科学会、保加利亚专家) | ≤200 |
| 钙，mg/L | 4.0~20.0 | ≤100mg/L (法国食品卫生安全署) | 无要求 |
| 镁，mg/L | 0.5~10.0 | ≤40mg/L (瑞士儿科学会) | 无要求 |
| 钾，mg/L | 0.35~7.0 | ≤10mg/L (奥地利联邦法律公报) | 无要求 |
| 氟，mg/L | ≤0.5 | ≤0.5mg/L (法国食品卫生安全署) | ≤1.0 |
| 硫酸盐，mg/L | ≤50 | ≤140mg/L (法国食品卫生安全署) | ≤250 |
| 氯化物，mg/L | ≤50 | ≤50mg/L (奥地利联邦法律公报) | ≤250 |

资料来源：京东、国盛证券研究所

### 3.1.2 品牌端：善用“天然”概念，大师级营销占领消费者心智

**广告语将“天然”打入人心，记忆点强。**农夫山泉教科书级别的广告语“农夫山泉有点甜”、“我们不生产水，我们只是大自然的搬运工”、“什么样的水源，孕育什么样的生命”早已深入人心。除了农夫山泉之外，对于其他多元品牌实施差异化的品牌规划，也有颇具记忆点的广告语，比如农夫果园的“喝前摇一摇”、力量帝维他命水的“随时随地补充维他命”、茶π的 “茶π，自成一派”等。

图表 42：农夫山泉主要品牌广告语

| 主要品牌 | 主要广告语 |
|---|---|
| 农夫山泉 | 农夫山泉有点甜 |
| | 我们不生产水，我们只是大自然的搬运工 |
| | 什么样的水源，孕育什么样的生命 |
| 茶π | 茶π，自成一派 |
| 东方树叶 | 传统的中国茶，神奇的东方树叶 |
| 尖叫 | 与其心跳，不如尖叫 |
| 力量帝维他命水 | 随时随地补充维他命 |
| 水溶 C100 | 满足每日所需维生素 C |
| 农夫果园 | 喝前摇一摇 |

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

**采取多元的创意营销方式，进一步将产品与“天然”绑定。**农夫山泉采用节目冠名、影视植入、明星代言、体育赛事、社交媒体营销、跨行业合作等营销方式，进一步将产品与“天然”概念绑定。比如通过微电影《搬运工篇》展现农夫山泉的踏实做事的品牌精神和主张、《大自然篇》展现农夫山泉水源地的自然生态环境。

图表 43：农夫山泉微电影《搬运工篇》

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 44：农夫山泉微电影《大自然篇》

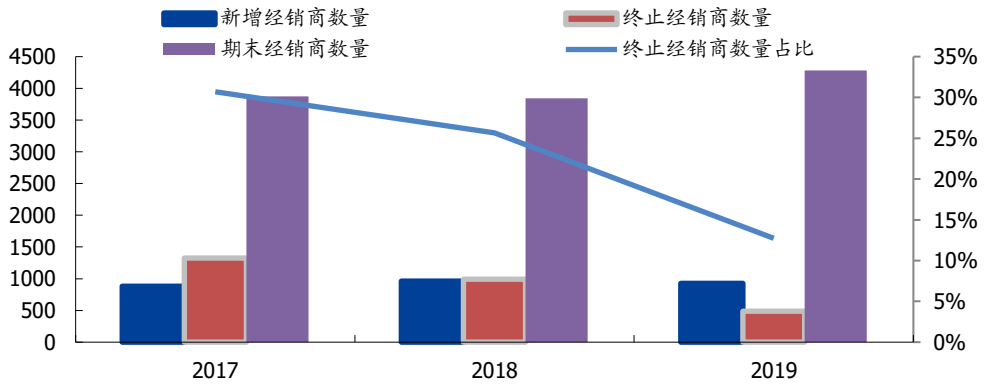
资料来源：公司官网，国盛证券研究所

### 3.1.3 渠道端：全国覆盖深度下沉，多品类提升经销商综合毛利

**销售网络全国覆盖，深度下沉。**公司覆盖全国 237 万个以上的终端零售网点，其中有约 187 万个终端零售网点位于三线及三线以下城市，全面覆盖各省市县行政区域；根据弗若斯特沙利文，农夫山泉所服务的终端零售网点数量占全国终端零售网点数量的 11%。截至 2019 年，有超过 36 万家终端零售网点配有“农夫山泉”品牌形象冰柜，有效提升了产品在终端零售网点的品牌展示和货架份额，能够显著提升夏季销量；此外，公司还在全国近 300 个城市投放了近 6 万台自动贩卖机。

**一级大经销商模式改革成效显著，改革后单经销商销售额提升超 37%。**2012-2015 年，农夫山泉曾面临一段时间的增长瓶颈期，2016 年农夫山泉启动了经销商体系的改革，淘汰大量小规模或低效经销商，重新规划各经销商负责区域。新的经销商体系以一级大商为主，全权负责业务拓展、终端服务，各区域经销商间权责清晰，竞争压力降低，能动性提升。目前该改革应初步告一段落，公司年终止合作经销商数已由 2017 年的 1325 家（占年初经销商总数 31%）下降至 2019 年的 489 家（占比 13%）。

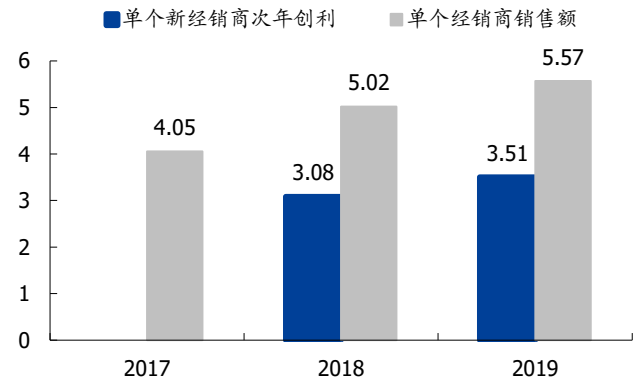
图表 45：公司 2017-2019 年经销商数量调整情况（家）




资料来源：公司公告、国盛证券研究所

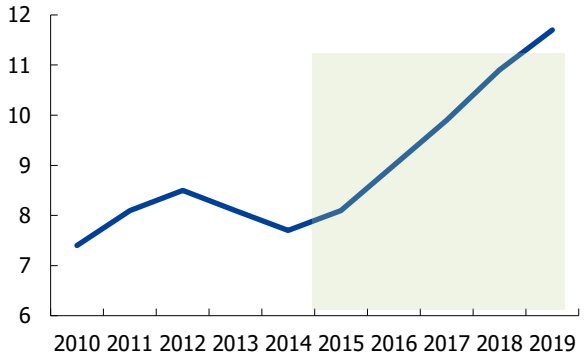
2019 年公司合作经销商数量达 4280 家，每个经销商平均覆盖约 554 个网点，年均贡献销售收入达 550 万元，较 2017 年提升 37%。公司新引入经销商质量同样逐年提升，2019 年单个型经销商次年创利达到 351 万元，较 2018 年提升 14%。经销商体系改革后，农夫山泉销售成功度过瓶颈，恢复快速增长。

*图表 46：农夫山泉 2017-2019 年经销商年贡献销售额（百万元）*




*资料来源：公司公告、国盛证券研究所*

*图表 47：经销商改革后之后农夫山泉市占率加速提升（%）*




*资料来源：欧睿数据，国盛证券研究所*

**多品类提升渠道分销效率，厂商及经销商实现双赢。**农夫山泉双引擎的产品组合下，经销商可以同时分销包装饮用水和饮料两种品类，对比怡宝及百岁山，农夫山泉的产品组合在品牌力及综合销量上明显更胜一筹，能够有效提升经销商的业务规模和盈利能力，推动经销商更专注地推广农夫山泉的产品。多产品的布局也有利于在终端零售网点扩大货架份额、提升单店销量、节约分销成本，有效提高分销渠道效率。

*图表 48：“饮用水+饮料”双引擎发展可以满足消费者更多的需求*

| 产品分类 | 产品线 | 特征及受众 |
|---|---|---|
| 包装饮用水 | 饮用天然水 | 经典款，包含多种规格，380ml~750ml/1.5-15L/19L |
| | 天然矿泉水（运动瓶盖） | 单手开瓶盖及防漏设计，针对喜爱运动人群 |
| | 天然矿泉水（含锂型） | 包含于人类神经系统相关的锂元素，针对包括中老年人群在内的消费者 |
| | 饮用天然水（适合婴幼儿） | 含有适合婴幼儿饮用的矿物质含量，微生物达到商业无菌要求 |
| | 天然矿泉水（玻璃瓶） | 会议、宴会饮用高端产品 |
| 茶饮料 | 茶π，东方树叶 | 以新鲜茶叶为原料，东方树叶为无糖茶 |
| 功能饮料 | 尖叫、力量帝维他命水 | 针对追求健康生活方式的消费者 |
| 果汁饮料 | 水溶 C100/农夫果园/NFC 果汁系列、17.5°果汁系列 | 低浓度果汁，果汁含量 12%/中浓度果汁，果汁含量 30%/非浓缩还原纯果汁 |
| 其他产品 | 炭仌、苏打水饮料、植物酸奶产品、农产品（「17.5°」鲜橙、「17.5°」苹果、大米） | 满足消费者多样化需求 |

*资料来源：国盛证券研究所*

图表 49：主要包装饮用水企业产品矩阵对比

| 分类 | | 国内品牌 | | | | | 海外品牌 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 农夫山泉 | 华润怡宝 | 百岁山 | 康师傅 | 娃哈哈 | 雀巢 | 达能 |
| 包装饮用水 | | 饮用天然水、天然矿泉水（运动瓶盖、含锂型、玻璃瓶）、饮用天然水（适合婴幼儿） | 饮用纯净水、加林山天然矿泉水 | 饮用天然矿泉水、本来旺饮用天然矿泉水 | 矿物质水、涵养泉 | 富氧弱碱性水、饮用纯净水、纯真年代饮用纯净水、饮用矿物质水、渃减水、活性含氧饮用水、锐舞派对饮用矿物质水、晶钻水。 | 雀巢优活、云南山泉、PERRIER, VITTEL, CONTREX, SAN PELLEGRINO, ACQUA PANNA, NESTLÉ AQUAREL, POLAND SPRING 等 | 云天然矿泉水、富维克天然矿泉水、波多充气天然泉水 |
| 饮料 | 茶饮料 | 茶π、东方树叶 | 佐味茶事 | - | 冰红茶、冰绿茶、绿茶、茉莉茶、柠檬茶、劲凉 | 调味茶系列、果味茶系列 | - | - |
| | 功能饮料 | 尖叫运动饮料、力量帝维他命水 | 魔力氨基酸系列运动饮料 | - | 佳得乐 | 激活维生素饮品、启力 | - | 脉动维生素饮料 |
| | 果汁饮料 | 水溶 C100、农夫果园、100%NFC 果汁、17.5°100%鲜果冷压榨果汁 | 蜜水系列、葡萄假日 | - | 冰糖雪梨、酸梅汤、蜂蜜柚子、纯果乐 | 果汁系列、营养果粒系列、果特传奇系列、果蔬酵素系列、嘟彼乳清果汁、来一榨椰汁饮品、血橙/蜜柑果汁饮品 | - | - |
| | 咖啡饮料 | 炭仌 | FIRE 直火烘焙咖啡 | - | 贝纳颂、星巴克（瓶装） | 呦呦奶咖 | 雀巢咖啡（即饮系列）、多趣酷思咖啡胶囊、浓遇咖啡胶囊 | - |
| | 苏打水饮料 | 苏打水饮料 | - | 本来旺苏打汽水 | - | 无汽苏打水饮品 | - | - |
| | 蛋白饮料 | - | 小主菌 | | 味全乳酸菌饮品 | 爽歪歪、AD 钙奶、乳酸菌饮品、花生牛奶等 | - | - |
| | 碳酸饮料 | TOT 含气茶饮 | - | - | 百事可乐、美年达、七喜 | 格瓦斯、非常系列、C 果汁碳酸饮料、C 驱动、盐汽水、凉茶可乐、橙蜜、儿童可乐等 | - | - |
| | 其他饮料 | 植物酸奶 | 午后奶茶 | - | - | 酸奶；啤儿茶爽、TEAKA 茶咖，宋都梅煎；营养快线、呦呦奶茶、锡兰奶茶、百维特等 | - | - |
| 其他 | | 农产品（「17.5°」鲜橙、「17.5°」苹果、大米） | - | - | 方便面 | 营养粥（八宝粥系列、养生粥） | 奶粉、冰淇淋、巧克力威化、糖果米粉、婴幼儿配方食品、专业餐饮、营养谷物早餐等 | 生命早期营养品、医学营养品、基础乳制品和植物基产品等 |

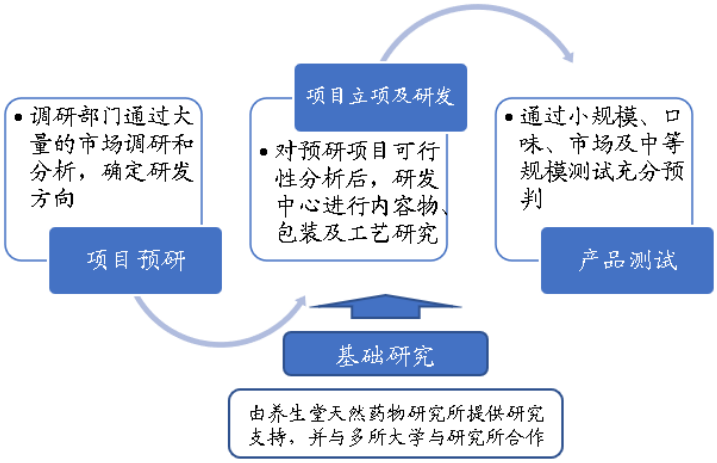
资料来源：各公司官网、公告、天猫、京东等，国盛证券研究所

## 3.2 饮料：产品、品牌、渠道无短板，善用差异化新品打开市场

### 3.2.1 产品端：善于研发差异化新品，厚积薄发打造生产壁垒

**产品驱动型研发体系使得公司善于发现市场机会，差异化研发新品。**农夫山泉品牌中心负责产品的立项，前端对接研发部门，后端对接供应链、销售等。品牌中心下设有专门的调研部门，在产品立项与研发前会做大量的市场调研和分析，使得公司能够准确捕捉消费者需求，把握市场方向，差异化研发新品。

图表 50：农夫山泉市场研发体系为市场驱动型




资料来源：公司公告、国盛证券研究所

**厚积薄发，产品品质高，具备生产壁垒。**相较统一、康师傅等同业，农夫山泉在饮料业务上的推新速度并不快，至今仅有个不到 15 个产品系列。农夫山泉对于产品品质严格要求，在研发推新上往往厚积薄发。以鲜榨果汁为例，农夫山泉 08 年便开始布局鲜橙及苹果种植项目，15 年才正式推出系列产品。公司从鲜果开始把控产品品质，深度布局上游产业链，在糖度控制、口味调解、运输保存等环节积累了丰富的技术经验，树立了高质低价的生产壁垒。NFC 系列常温果汁单位售价在 7.9 元/300ml，保存时间在 4 个月，是目前零添加鲜榨果汁市场单价最低、保存时间最长的产品。

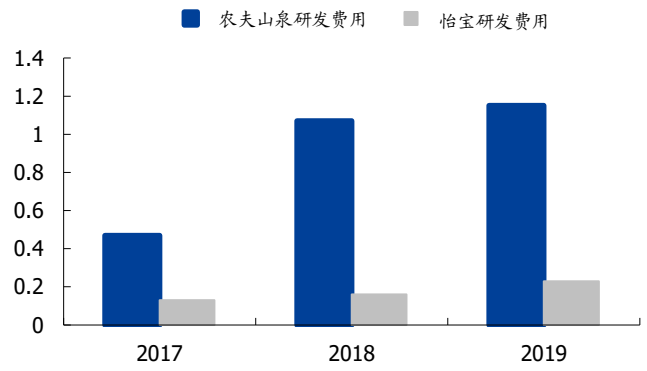
图表 51：NFC 果汁市场主流产品售价及保质期比较

| 产品名称 | 农夫山泉NFC橙汁 | 盒马鲜生NFC橙汁 | 森美NFC橙汁 | 零度果坊NFC橙汁 |
|---|---|---|---|---|
| 售价/规格 | 7.9元/300ml | 12.8/300ml | 20元/330ml | 20元/300ml |
| 单位售价 | 2.7元/100ml | 4.3元/100m | 6.1元/100ml | 6.6元/100ml |
| 保质期 | 120天 | 28天 | 90天 | 28天 |

资料来源：盒马 app、京东、国盛证券研究所

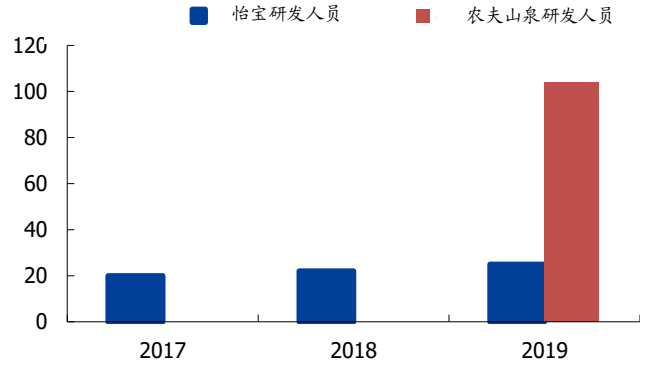
**研发投入逐年递增，水准高于同业。**农夫山泉对于产品研发的重视也能从研发投入中看出。2019 年农夫山泉研发成本为 1.15 亿元，同期怡宝的研发成本为 1800 万元。同时农夫 2020 年 5 月年科研人员达 106 名，其中 62 名持有硕士或以上学历，人员配置高于竞品。

图表 52：农夫山泉及怡宝研发费用投入情况（亿元）




资料来源：公司公告、怡宝社会责任报告、国盛证券研究所

图表 53：农夫山泉及怡宝研发人员数量（人）




资料来源：公司公告、怡宝社会责任报告、国盛证券研究所

### 3.2.2 品牌端：“天然”概念写入品牌基因，迎合健康化消费趋势

**把“天然”概念写入产品基因，充分与包装水品牌协同。**公司与养生堂旗下药物研究所签订战略合作协议，由其负责饮料相关研究。养生堂药物研究所对于内服美容品及营养品有丰富的研发经验，推出过天然维生素 C、成长快乐、桦树原液面膜等明星产品，产品营销亮点紧扣“天然”。而农夫山泉的系列饮料产品，如强调原材料的“东方树叶”、强调添加天然果汁的“维他命水”，同样环绕母品牌“天然”基调展开营销，充分与包装水品牌协同，品牌形象鲜明。

图表 54：养生堂善于把握“天然”概念进行研发及营销

资料来源：养生堂官网、国盛证券研究所

图表 55：农夫山泉饮料系列营销亮点紧扣“天然”

资料来源：农夫山泉官网、国盛证券研究所

**母品牌知名度逐年提升，有利于子品牌快速打开市场。**农夫山泉营销和品牌力近年快速提升。根据凯度指数中国消费者调查显示，农夫山泉品牌消费者触及数从 2014 年的第 24 名上升至 2019 年的第 7 名，成为仅次于伊利、蒙牛、康师傅、海天、双汇和旺旺的超级快消品牌，全年消费者触及数达到 408 百万人次，同时也是 top10 品牌中品牌知名度增速最快品牌，触及度增速达 9.9%。母品牌知名度增强有助于提升子品牌在消费者心中的信任度，助力新品快速打开市场。

图表 56： 2019 年凯度消费者触及数 TOP10 品牌

| 2019排名 | 品牌 | 厂商 | 消费者触及数(百万) | 渗透率% | 消费者选择 | 消费者触及数增长% |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 伊利 | 伊利集团 | 1297 | 91.6 | 7.9 | 1.0 |
| 2 | 蒙牛 | 蒙牛集团 | 1081 | 89.1 | 6.7 | 1.7 |
| 3 | 康师傅 | 康师傅控股有限公司 | 826 | 81.0 | 5.7 | -3.5 |
| 4 | 海天 | 海天集团 | 566 | 75.7 | 4.2 | 8.1 |
| 5 | 双汇 | 双汇集团 | 430 | 60.7 | 3.9 | -2.8 |
| 6 | 旺旺 | 旺旺控股 | 426 | 64.1 | 3.7 | -6.5 |
| 7 | 农夫山泉 | 农夫山泉股份有限公司 | 408 | 63.2 | 3.6 | 9.9 |
| 8 | 立白 | 立白集团 | 382 | 65.6 | 3.2 | -1.4 |
| 9 | 光明 | 光明乳业 | 367 | 37.4 | 5.4 | -6.3 |
| 10 | 心相印 | 恒安集团 | 362 | 59.7 | 3.4 | 2.4 |

资料来源：凯度消费者指数，国盛证券研究中心

### 3.2.3 渠道端：推新频次低、上架速度快，解决新品铺货痛点

**推新频次低上架速度快，解决新品铺货痛点。**很多新品的痛点在于：1. 推不动：新品上市前，无品牌背书时，经销商不敢大批量囤货。2. 铺不开：高空密集广宣之后，受到销售网络规模限制，线下无法及时铺货，宣传效用低。农夫山泉渠道根基扎实，能够有效解决铺货痛点：

**1.公司推出新款十分慎重，对每款新品辅以大量广宣营销协助，致力打造长生命周期的爆款，使经销商敢于尝新。**农夫山泉的产品虽不多，但成功率高、生命周期长，享受长期稳健的增长。例如其茶饮料明星产品茶π，自 2016 年以来，农夫山泉经过四年的市场培育，最终将茶 π 打造成接近 30 亿的大单品。低频次、高质量的推新对于经销商及终端更加友好，一方面使得经销商对于新品更加信任，敢于尝新，另一方面，相比于昙花一现的爆款，具有长期生命力的产品更容易吸引经销商加力市场开拓及宣传教育。

**2. 渠道实现全国覆盖深度下沉，能够快速铺货，推新效率高。**公司覆盖全国 237 万个以上的终端零售网点，其中有约 187 万个终端零售网点位于三线及三线以下城市，全面覆盖各省市县行政区域。同时农夫山泉建立 NCP 系统来管理与经销商的合作关系，NCP 系统包括两个部分经销商管理系统及终端零售门店管理系统，经销商可在系统里自主下单、进销存管理等。而公司通过 NCP 系统可以实时管理经销商、或农夫山泉的约 12000 名一线销售及销售管理人员，实时掌握一线销售人员的门店拜访路线及服务表现，有针对性地进行业务辅导，提升铺货及销售效率。

图表 57：农夫山泉合作伙伴系统——NCP 系统

| 系统 | 适用对象 | 功能 |
|---|---|---|
| 经销商管理系统 | 经销商 | 自主下单、进销存管理、对帐单等，与农夫山泉共享进销存信息 |
| 终端零售门店管理系统 | 经销商的一线销售人员 | 有手机端及电脑端，手机端可以供一线销售人员管理终端门店的陈列活动、陈列费用，拍摄并上传终端零售门店的市场陈列情况，管理销售区域内的冰柜等销售设施。 |
| | 农夫山泉销售管理人员 | 使用该系统了解一线销售人员的日常工作及市场表现，并通过 NCP 系统电脑端规划终端零售门店走访计划。 |

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

# 4. 包装水业务市占持续提升，饮料业务新品蓄势待发

## 4.1 持续挤占 1 元水、深耕 2 元水价格带，未来有望上探更高价格带

### 4.1.1 凭借高渠道利润，持续挤占 1 元水市场

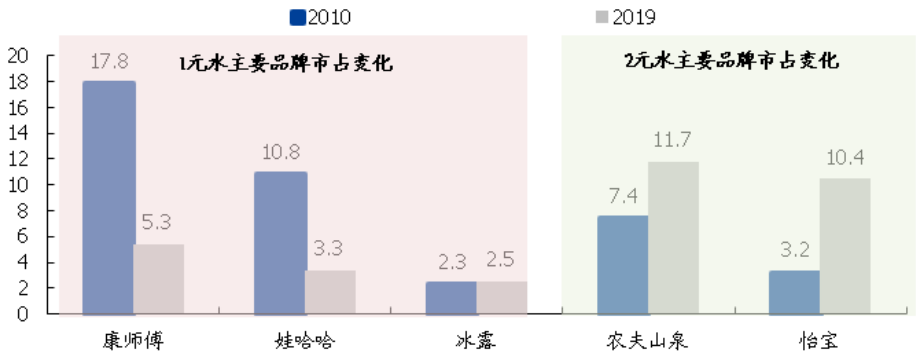
**1 元水渠道利润微薄，2 元水可凭借渠道下沉持续抢占 1 元水市场。**目前，1 元水赛道的主要产品有康师傅纯净水、娃哈哈纯净水、可口可乐冰露以及一些地方纯净水品牌。该类产品目前最大的挑战为渠道利润低，尤其是终端门店利润，同样销售一箱水(24 瓶 550ml)，1 元水的利润仅为 7-8 元，不到 2 元水的 1/2。由于矿泉水体积大，单价低，在出货量接近的情况下，定价 2 元的农夫山泉对于渠道的吸引力明显更强。目前 1 元水的主打市场在低线城市以及县、乡，未来随着农夫山泉渠道不断下沉，以及门店租金、运输费用、人工成本的不断上升，2 元水将继续挤占 1 元水市场。

图表 58：各价格带包装水经销商及门店利润空间

| | | 经销商 | | | | 门店 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 价格带 | 代表产品 | 出厂价（元/箱） | 出货价（元/箱） | 利润空间（元/箱） | 利润率（利润空间/进货价） | 零售价（元/箱） | 利润空间（元/箱） | 利润率（利润空间/进货价） |
| 1 元 | 冰露 | 12 | 16-17 | 3-4 | *25%* | 24 | 7-8 | *45%* |
| 2 元 | 农夫山泉 | 24 | 28 | 4 | *17%* | 48 | 20 | *70%* |

资料来源：草根调研、国盛证券研究所

图表 59：1 元水品牌及 2 元水品牌市占率变化（%）




资料来源：欧睿、国盛证券研究所

**1 元水主要品牌能否靠提价或推新进阶 2 元水赛道？**1 元水被 2 元水围剿并非最近才出现的困局，各 1 元水厂商也进行了多种提价推新尝试，但结果并不乐观。我们认为主要有几点原因：

1. 品牌形象老化，难以突破低价标签。相比其他饮料板块，包装水产品迭代速度慢，一款明星产品的生命周期一般超过 10 年，因此消费者心目中的品牌形象往往根深蒂固。一旦产品被贴上 1 元水标签，直接提价难度相对比较大。

*图表 60：部分一元水品牌产品升级方式*

**提价：**新老包装变化不大，相对难打破消费者固有印象
**包装升级：**母品牌形象相对老化，难以打破消费者固有印象，提价难度相对大
**推新：**子品牌需要从零开始提升品牌知名度，营销成本更高

*资料来源：各公司官网、国盛证券研究所*

2. 包装水行业规范不断趋严，无法依靠“新概念”破局。2015 年后，包装水新国标出台，将饮用水分为天然矿泉水、饮用纯净水、其他饮用水三类，且规定包装饮用水（除矿泉水）名称应当真实、科学，不得以水以外的一种或若干种成分来命名。在这轮新规的规范下，富氧水、矿物质水、活化水、能量水等纷繁复杂的“新概念”营销难度大大提升，1 元水绝大多数为饮用纯净水，品类溢价程度低，难以靠差异化破局。

### 4.1.2 天然水概念+多品类组合，助力抢占 2 元水市场

**“天然”概念持续提升品牌溢价，多品类组合提高经销商粘性，助力农夫抢占 2 元水市场。**目前农夫山泉在 2 元水市场的最主要竞争者为怡宝。对比怡宝，农夫在渠道推力及品牌溢价方面具有一定优势。渠道推力来自于农夫的多品类组合，给予经销商及门店更大的利润空间，品牌溢价则基于农夫独一无二的“天然水”概念，更容易通过市场教育持续占据消费者心智。

相比纯净水，“天然水”容易被营销为“更贵的水”。通过比较广告内容及关联活动，我们不难看出，农夫和怡宝的营销主题有较大差异。农夫山泉的品牌营销主题为 “水质”，宣传核心为产品的“天然水”特质，而怡宝由于其为纯净水，水质话题点较少，品牌营销主体为“饮用场景”，宣传核心为产品的“运动”及“分享”特质。与怡宝相比，农夫山泉的品牌差异性更大，同时通过持续的市场教育，消费者往往容易接受“天然水水源更加稀有，价值更高”这一概念。

图表 61：农夫山泉营销核心在“天然水”

资料来源：公司官网、国盛证券研究所

图表 62：怡宝营销核心在“运动”及“分享”

资料来源：公司官网、国盛证券研究所

重点提升 Y、Z 世代品牌认知，提前锁定主力消费群体。**Y、Z** 世代一直为农夫山泉的营销战略重点，公司通过推出运动瓶盖矿泉水、与网易云音乐等年轻人聚集的平台进行联动，在学校渠道的铺市率及促销折扣上也强于竞品，其目的主要为提升 Z 世代对于农夫山泉的品牌认知，提前锁定未来的主力消费群体。

图表 63：农夫山泉的年轻化营销

资料来源：公司官网、国盛证券研究所

### 4.1.3 水源优势+高端营销经验，3 元水市场潜力无限

**目前 3 元及以上价格带产品绝大部分为矿泉水，百岁山凭借高端营销及多水源地生产模式领跑销售。** 目前主流 3-5 元水品牌主要有景田百岁山、恒大冰泉、蓝剑冰川时代、屈臣氏蒸馏水等，绝大多数为矿泉水，其中以百岁山销量领先，据欧睿数据，其 2019 年销量市占率达 5.5%。相对于纯净水及天然水，矿泉水水源单一，运输费用较高，因此销售单价往往定在 3 元以上。而景田百岁山在水源地上有所突破，截止 2019 年，公司已建成位于广东百岁山、江西宜春及浙江余姚的三家近水源地工厂，一定程度上解决了运输半径问题；同时，公司“水中贵族”的经典品牌形象通过长时间的高空广宣及独特的包装风格深入人心。凭借高端营销及多水源地生产模式，百岁山得以领跑 3 元水价格带。

图表 64：3-5 元价格带主流包装水品牌

| 产品名称 | 景田百岁山 | 恒大冰泉 | 蓝剑冰川时代 | 屈臣氏蒸馏水 |
|---|---|---|---|---|
| 主要销售区域 | 全国 | 全国 | 中西部地区 | 北上广深等一线城市 |
| 水源地 | 广东百岁山、江西宜春。浙江余姚 | 吉林省长白山 | 四川龙门山 | -- |
| 零售价 | 3-4元 | 2.5-3元 | 2.5-3元 | 3-4.5元 |

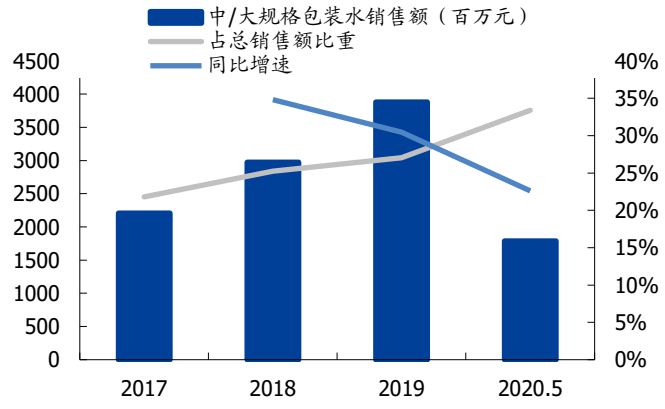
资料来源：各品牌官网、草根调研、国盛证券研究所

**对比百岁山，农夫山泉在渠道渗透以及成本控制方面更具优势，天然水有望向上突入 3 元水赛道。**虽然主打品类为 2 元水，但是农夫山泉凭借其在高端水品类的丰富经验，以及其独特的“天然水”定位，相对于其他 2 元水品牌具有更加充足的上探 3 元价格带的潜力。若公司未来推出 3 元“天然水”产品，对比百岁山，农夫山泉将在渠道利润空间上更具优势。同时，据我们草根调研了解，百岁山大部分包装水产品还在采用多层级经销模式，进一步分割了渠道利润，对于价盘和库存的管控也将弱于一级经销模式。因此，我们认为，若未来农夫推出 3 元天然水产品，凭借公司出色的营销能力及深厚的渠道基础，在 3 元赛道上也将具有强大的竞争力。

### 4.1.4 发力中、大包装水业务，迎合消费趋势增长动力充足

**发力中、大包装水业务，迎合消费趋势增长动力充足。**2019 年农夫山泉中、大包装水业务收入达 38.8 亿元，同比增长 30%，占包装水业务销售额比重达 27%，同比增长 2pct。即使在疫情期间，在其他业务板块收入同比下降的情况下，公司包装水业务仍然保持了 23%的高增速。相对于小包装水，中、大包装水更能充分受益于家庭消费场景中包装水对于自来水的替代，未来随消费者对于水质关注提升以及健康意识增强，市场容量将持续扩大。农夫山泉已推出 1.5L/2L/4.5L/15L/18.9L 等多规格中、大容量包装水，充分布局该赛道，未来随渠道渗透率提升及渠道推力加强，中、大包装水将保持快速增长。

图表 65：农夫山泉中/大包装水销售额收入快速增长




资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 66：农夫山泉中大规格包装水产品矩阵

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 4.1.5 产能利用率尚低，未来释放空间大

**产能利用率尚低，未来释放空间大。**目前农夫山泉的生产基地产能利用率尚低，2019 年包装饮用水、饮料的产能使用率为 51%/52%，鲜果榨汁、鲜果生产线的产能利用率 3%、4%，未来释放空间较大。

*图表 67：农夫山泉现有产能利用率情况*

**现有包装饮用水及饮料生产线产能**

| 生产基地 | 生产线类别 | 使用率 | | |
|---|---|---|---|---|
| | | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
| 浙江千岛湖 | 包装饮用水 | 55% | 57% | 61% |
| | 饮料 | 64% | 59% | 60% |
| 吉林长白山 | 包装饮用水 | 39% | 42% | 44% |
| | 饮料 | 64% | 64% | 67% |
| 湖北丹江口 | 包装饮用水 | 52% | 54% | 45% |
| | 饮料 | 48% | 45% | 56% |
| 广东万绿湖 | 包装饮用水 | 52% | 62% | 65% |
| | 饮料 | 33% | 39% | 38% |
| 新疆天山玛纳斯 | 包装饮用水 | 24% | 28% | 35% |
| | 饮料 | 30% | 36% | 37% |
| 四川峨眉山 | 包装饮用水 | 43% | 51% | 55% |
| | 饮料 | 63% | 56% | 60% |
| 陕西太白山 | 包装饮用水 | 33% | 33% | 36% |
| | 饮料 | 39% | 45% | 32% |
| 贵州武陵山 | 包装饮用水 | 54% | 56% | 45% |
| | 饮料 | 22% | 26% | 17% |
| 河北雾灵山 | 包装饮用水 | 17% | 23% | 31% |
| | 饮料 | - | - | - |
| 黑龙江大兴安岭 | 包装饮用水 | - | - | 1% |
| | 饮料 | - | - | - |
| 江西 | 包装饮用水 | - | - | - |
| | 饮料 | - | - | 20% |
| 合计 | 包装饮用水 | 46% | 49% | 51% |
| | 饮料 | 54% | 52% | 52% |

**现有鲜果榨汁线及鲜果生产线产能**

| 生产基地 | 生产线类别 | 使用率 | | |
|---|---|---|---|---|
| | | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
| 江西 | 鲜果榨汁线 | 12% | 9% | 3% |
| | 鲜果生产线 | 7% | 7% | 4% |
| 新疆 | 鲜果榨汁线 | 4% | 3% | 2% |
| | 鲜果生产线 | - | 3% | 6% |
| 合计 | 鲜果榨汁线 | 7% | 5% | 3% |
| | 鲜果生产线 | 7% | 7% | 4% |

*资料来源：招股说明书，国盛证券研究所*

**继续扩大产能，重点布局大包装产线。**公司计划投入 35 亿元继续扩大浙江千岛湖、广东万绿湖、吉林长白山生产基地的产能，重点布局大包装水产线，目前浙江千岛湖、广东万绿湖生产基地厂房已经建成、部分生产线已投入使用，吉林长白山厂房部分建成、部分生产线已投入使用，预计到 2023 年，三个生产基地扩张全部竣工，设计年产能合计 6376 千吨。

图表 68：产能扩张计划

| 生产基地 | 估计投资总额（百万元） | 设计年产能（千吨） | 估计竣工日期 | 截至最后实际可行日期的状况 |
|---|---|---|---|---|
| 浙江千岛湖 | 1800 | 2086 | 2022 年 | 厂房已建成，部分生产线已投入使用，部分生产线尚需采购及安装调试 |
| 广东万绿湖 | 1002 | 2263 | 2023 年 | 厂房已建成，部分生产线已投入使用，部分生产线尚需采购及安装调试 |
| 吉林长白山 | 728 | 2027 | 2023 年 | 厂房已部分建成，部分生产线已投入使用，部分生产线尚需采购及安装调试 |

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

## 4.2 瞄定蓝海赛道，多款新品蓄势待发

**多款新品持续推出，TOT 气泡饮开辟气泡茶饮新品类。**目前农夫山泉实施"饮用水+饮料"双引擎发展战略，除了包装水之外，农夫山泉也正在丰富饮料产品线，近年新推出的新品类、新品牌如 17.5º、炭仌等也开始逐步被消费者认可。未来公司将会进一步加大以水果、茶、天然植物、咖啡、植物蛋白等天然原料为基础的产品开发，以及推进健康功能性饮料研发。2020 年 5 月，农夫山泉 TOT 气泡饮上市，开辟气泡茶饮新品类，将真正的天然果汁、米酒和茶叶加入其中，共有米酒、柠檬红茶、柚子绿茶三种口味，是全中国第一款"无菌生产线"生产的碳酸饮料，延续农夫山泉"天然、健康"的理念，在产品推出后，选择大热选秀《青春有你 2》的人气选手刘雨昕、虞书欣、谢可寅作为代言人，目前已成功打造一定知名度。

图表 69：农夫山泉 TOT 气泡饮品

资料来源：公司官网、国盛证券研究所

图表 70：农夫山泉 TOT 气泡饮品牌代言人刘雨昕、虞书欣、谢可寅

资料来源：公司官网、国盛证券研究所

**瞄定健康茶饮及鲜榨果汁蓝海赛道。**近年受到中国消费者健康意识增强的驱动，无糖茶饮品类零售额增长强劲，2019 年无糖茶饮料的市场规模为 41 亿元，五年 CAGR 高达 32.6%，远超茶饮料 3.8%的行业增速。农夫山泉在这蓝海赛道布局已久，东方树叶自 2010 年推出以来，已成长为无糖茶饮市场市占第一的品牌。鲜榨果汁同理，从 2014 年至 2019 年，纯果汁零售额的复合年增长率为 12.9%，远超过同期低浓度果汁 0.4%的增速。农夫山泉于纯果汁赛道推出 NFC 果汁系列及 "17.5°" 果汁系列，在上游产业链布局、生产工艺上做到行业领先，NFC 常温果汁是目前市场单价最低、保质期最长的鲜榨果汁产品，未来增长空间极大。

图表 71：农夫山泉东方树叶系列产品

资料来源：公司官网、国盛证券研究所

图表 72：农夫山泉鲜榨果汁系列产品

资料来源：公司官网、国盛证券研究所

**海外收购新西兰包装水 Otakiri Springs，加强超高端水品类布局。**2018 年，农夫山泉通过全资持有的新西兰公司 Creswell NZ 收购了新西兰包装水品牌 Otakiri Springs，同时，对该厂实施扩建的申请也获得了新西兰当局的批准。公司收购后的规划为：1）农夫山泉计划增加 Otakiri Springs 的取水量、扩大包装水工厂产能，每年产能从 200 万升提升到 5.8 亿升；2）未来 4 年，Creswell NZ 将为增加两条包装水生产线的扩建计划投资超过 4250 万新西兰元（折合 2990 万美元）。

Otakiri Springs 来自新西兰“932”号水源，为自流井，位于地下深处，由雨水经过岩石运输和净化而来，主要市场在新西兰、澳大利亚，销售渠道包含高端餐厅、连锁酒店、俱乐部等。Otakiri Springs 未来可能依托农夫山泉进入中国高端水市场。300ml 规格的两种 Otakiri Springs 售价在 9/13.5 元，属于高端包装水。

图表 73：Otakiri Springs 产品售价

| 产品类型 | 规格（毫升） | 单价（新西兰元） | 单价（人民币） |
|---|---|---|---|
| 无气型 | 300 | 3 | 13.50 |
| | 750 | 4.5 | 20.25 |
| 含气型 | 300 | 3 | 13.50 |
| | 750 | 4.5 | 20.25 |
| 932 无气型 | 300 | 2 | 9.00 |
| | 500 | 2.42 | 10.89 |
| | 1000 | 3.17 | 14.27 |
| 932 含气型 | 300 | 2 | 9.00 |
| | 500 | 2.42 | 10.89 |
| | 1000 | 3.17 | 14.27 |

资料来源：Otakiri Springs 官网，国盛证券研究所

## 4.3 渠道渗透率提升空间仍大，广铺“芝麻店”发力新零售

**深化分销层级，推动市场进一步下沉。**相较于康师傅、娃哈哈，农夫山泉在终端数量及下沉深度上还有较大提升空间。2020 年起，为进一步推动市场下沉，公司开始与乡镇市场有潜质的次级经销商签订公司、经销商、次级经销商间的三方协议，加强与次级经销

商的沟通，便于深入了解下沉市场信息。次级经销商仍然从经销商进货，通过经销商在 NCP 系统中提报的销售数据可以了解次级经销商的销售情况。

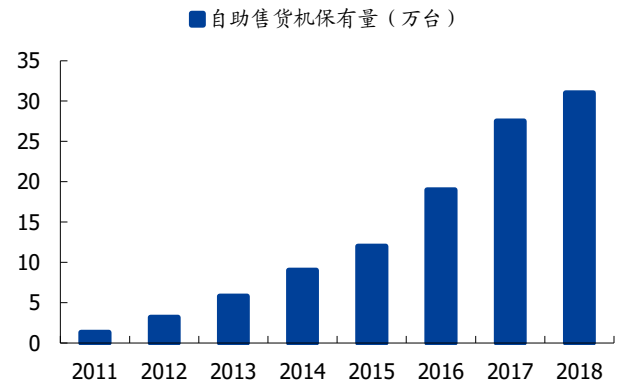
*图表 74：部分软饮料龙头企业渠道渗透程度比较*

| 公司名称 | 经销商模式 | 经销商数量 | 覆盖终端数量 | 下沉市场深度 |
|---|---|---|---|---|
| 农夫山泉 | 一级大经销商为主，逐步发展二级经销商 | 4280 | 273 万 | 县级市场，正通过二级经销商及新零售渠道向乡镇市场下沉 |
| 怡宝 | / | / | / | 除华东市场外，其余区域下沉深度不如农夫山泉 |
| 康师傅 | 多层级经销商体系 | 28000+ | 400 万 | 已达到乡镇级市场 |
| 娃哈哈 | 多层级经销商体系 | 6000-7000 | 300 万 | 已达到乡镇级市场 |

*资料来源：各公司公告、草根调研、国盛证券研究所*

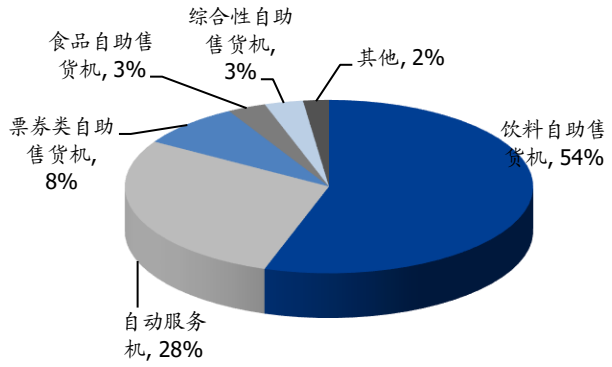
**加大零售网点投入，发力新零售渠道触达更多消费者。**公司近年加大了对终端零售网点的投入，增加了货架数与地推活动，同时增加了冰箱、自贩机等终端销售设备的投放。根据前瞻产业研究院，2018 年我国自助售货机保有量为 31 万台，其中饮料自助售货机占据半壁江山，在当前国内传统渠道面临饱和的情况下，新零售渠道的建立将有助于更好地拓展终端销售网点数量，满足消费者对饮料的即时购买需求。2018 年 7 月公司自养生堂收购安吉智能生活的 100%股权布局自动贩卖机业务，总代价约为人民币 9500 万元，截至 2019 年已在全国近 300 个城市投放了近 60000 台以自动贩卖机为代表的智能终端零售设备，并逐步建立起与之相匹配的团队和信息系统、配送服务模式。随着终端设备等投放的增加，农夫山泉近年销售及分销费用中相关折旧及摊销金额上升，占总收益比例从 2017 年的 1%增加至 2019 年的 1.6%。

*图表 75：我国历年自助售货机保有量*



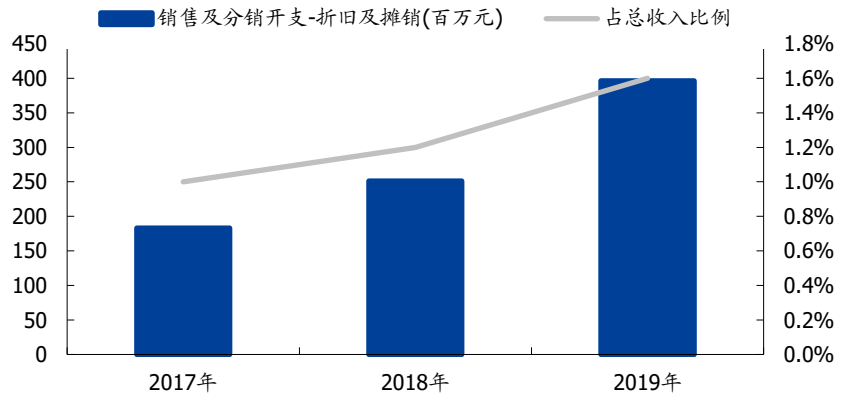

*资料来源：前瞻产业研究院，国盛证券研究所*

*图表 76：自助售货机产品结构*




*资料来源：前瞻产业研究院，国盛证券研究所*

图表 77：销售及分销开支中折旧及摊销金额及占收入比重




资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**广铺“芝麻店”发力新零售。**农夫山泉 2015 年大规模进军自贩机，是国内较早大规模部署自贩机业务的快消企业， 农夫山泉所属自动售货机规模突破 10000 余台，并成立专门的事业部予以运营；2018 年农夫山泉将自贩机布局到新的零售场景——小区地下停车场，并且在 2019 年将该项目单独名为“芝麻店”，截至 7 月芝麻店已进驻了 33 个一二线城市，全国投放数量超过了 3 万家，芝麻店的布局场所从原来的围绕小区停车场的场景逐步延伸，逐渐多元化。

图表 78：农夫山泉新零售布局举措

| | 新零售布局举措 |
|---|---|
| 2015 年 | 随着自动售货机行业的快速发展，农夫山泉率先大规模进军自贩机 |
| 2017 年 | 农夫山泉所属自动售货机规模突破 10000 余台，并成立专门的事业部予以运营 |
| 2018 年 | 将自贩机布局到了一个新的零售场景——小区的地下停车场 |
| 2019 年 1 月 | 农夫山泉将“地下停车场自贩机”这个项目单独命名为“芝麻店” |
| 2019 年 7 月 | 截止 7 月，芝麻店已进驻了 33 个一二线城市，全国投放数量超过了 3 万家 |
| 2019 年 12 月 | 农夫山泉智能便利店现身大兴机场、阜成门地铁站 |

资料来源：公开资料搜集整理，国盛证券研究所

**严格来说，农夫山泉自贩机和芝麻店是两种形式。**传统的自动贩卖机会设置在客流高的场所、服务流动客户，可以接受加盟，而芝麻店是“快递柜”外形的量贩机、多布局在小区停车场、目标客群相对固定，为农夫山泉自营、不接收加盟。从价格上看，自动贩卖机为标准零售价，而芝麻店由于是量贩、且包含各种优惠活动，价格较低。从产品品类来看，芝麻店相对来说更加全面，以农夫山泉产品为主，但也提供养生堂产品。芝麻店还具有会员系统，消费者可以进行充值、参加各种优惠活动等，由于饮用水属于必需消费、且购买频率高，消费者充值会员的障碍相对较小。

图表 79：农夫山泉自动贩卖机与“芝麻店”对比

| | 自动贩卖机 | 芝麻店（量贩式） |
|---|---|---|
| 场景布置 | 客流高的场所 | 小区停车场等，目前逐步向更多的场景开放、拓展 |
| 目标客户 | 流动客户 | 小区固定用户 |
| 价格 | 单件零售价 | 量贩价，较低 |
| 产品品类 | 农夫山泉产品 | 农夫山泉产品、养生堂产品（东北大米、赣南脐橙，桦树汁面膜等） |
| 会员系统 | 无 | 有 |
| 是否接受加盟 | 是 | 否 |

资料来源：公开资料搜集整理，国盛证券研究所

图表 80：农夫山泉“芝麻店”

资料来源：搜狐，国盛证券研究所

图表 81：农夫山泉自动售货机

资料来源：搜狐，国盛证券研究所

图表 82：农夫山泉“芝麻店”的“买开水机送水优惠活动”

资料来源：农夫山泉，国盛证券研究所

图表 83：农夫山泉“芝麻店”会员充值优惠券

资料来源：农夫山泉，国盛证券研究所

# 5. 盈利预测及估值分析

## 5.1 盈利预测

### 5.1.1 收入预测关键假设

除去疫情造成的短暂影响，我们预测农夫山泉主营业务未来仍将保持较快增长，主要原因有：
1）在包装水业务板块，公司能够通过高渠道利润挤占 1 元水市场，同时通过天然水营造的高品牌溢价及多品类组合的高毛利提升经销商粘性，夯实 2 元水市场；此外基于公司强大的营销实力以及高端定位，公司拥有上探 3 元水市场的巨大潜力。同时，消费者健康观念增强也将使得中、大包装水市场不断扩容，公司中、大包装水品类布局完善，预计未来将保持快速增长。在渠道方面，公司线下进行渠道调整，加深与二级经销商合作，提升低线城市渗透率，线上则积极布局电商渠道，明星产品销量预计将保持增长。
2）公司在高端包装水、NFC 果汁以及无糖茶饮料等蓝海赛道提前布局，未来依靠公司强大的品牌力与渠道力，有望把握消费升级趋势打造全新爆品。

我们预测农夫山泉 2020-2022 年收入分别是 238/292/349 亿元，同比增速为-0.7%/22.5%/19.6%，其中包装饮用水收入为 147/181/223 亿元，同比增速为 2.6%/22.9%/23.3%。

*图表 84：公司主营收入预测*

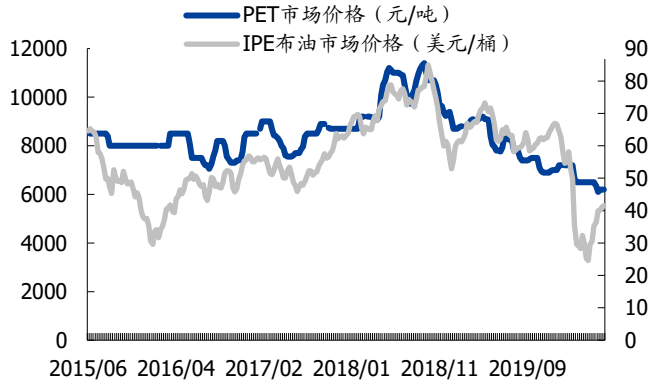
| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 主营业务收入 | 20475 | 24021 | 23847 | 29210 | 34940 |
| YoY | *17.1%* | *17.3%* | *-0.7%* | *22.5%* | *19.6%* |
| 包装饮用水产品 | 11780 | 14346 | 14715 | 18079 | 22286 |
| YoY | *16.4%* | *21.8%* | *2.6%* | *22.9%* | *23.3%* |
| 中、大规格饮用水 | 2974 | 3880 | 4772 | 6347 | 8441 |
| YoY | *34.8%* | *30.5%* | *23.0%* | *33.0%* | *33.0%* |
| 小规格饮用水 | 8806 | 10466 | 9942 | 11732 | 13844 |
| YoY | *11.3%* | *18.9%* | *-5.0%* | *18.0%* | *18.0%* |
| 茶饮料产品 | 3036 | 3138 | 2918 | 3210 | 3467 |
| YoY | *16.9%* | *3.4%* | *-7.0%* | *10.0%* | *8.0%* |
| 功能饮料产品 | 3322 | 3779 | 3214 | 4018 | 4500 |
| YoY | *13.1%* | *13.8%* | *-14.9%* | *25.0%* | *12.0%* |
| 果汁饮料产品 | 1855 | 2311 | 2157 | 2808 | 3373 |
| YoY | *26.4%* | *24.6%* | *-6.6%* | *30.1%* | *20.1%* |
| 其他产品 | 482 | 447 | 842 | 1095 | 1314 |
| YoY | *30.3%* | *-7.3%* | *88.5%* | *30.0%* | *20.0%* |

*资料来源：公司公告、国盛证券研究所*

### 5.1.2 成本及费用假设

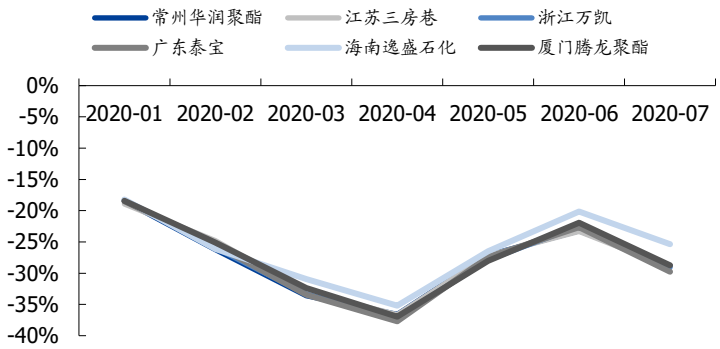
**毛利率**：短期来看，2020 年主营业务成本中占比较大的 PET 瓶成本将随石油价格同步下跌，使得 2020 年公司整体毛利率将小幅上升。长期来看，对于包装水产品，由于未来高毛利大包装水占比提升，我们预计其毛利率将小幅提升；对于饮料产品，由于目前市场竞争格局稳定且暂无新品推出，我们预计毛利率将维持稳定。综上，我们预计公司 2020-2022 年毛利率为 58.5%/57.7%/57.7%。

*图表 85：PET 市场价格随油价波动*




*资料来源：wind、国盛证券研究所*

*图表 86：部分主要 PET 瓶片厂商 2020 年各月度产品出厂价格同比变化*




*资料来源：wind、国盛证券研究所*

*图表 87：公司毛利率预测*

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020/05 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **主营业务毛利率** | ***56.1%*** | ***53.3%*** | ***55.4%*** | ***59.1%*** | ***58.5%*** | ***57.7%*** | ***57.7%*** |
| 包装饮用水产品 | *60.5%* | *56.5%* | *60.2%* | *62.8%* | *62.6%* | *61.8%* | *61.8%* |
| 茶饮料产品 | *58.0%* | *58.1%* | *59.7%* | *61.6%* | *61.2%* | *61.0%* | *60.0%* |
| 功能饮料产品 | *52.0%* | *49.8%* | *50.9%* | *53.3%* | *52.3%* | *51.0%* | *51.0%* |
| 果汁饮料产品 | *38.2%* | *41.1%* | *34.7%* | *40.8%* | *40.0%* | *40.0%* | *40.0%* |
| 其他产品 | *24.9%* | *17.4%* | *18.1%* | *49.8%* | *49.5%* | *49.0%* | *49.0%* |

*资料来源：公司公告、国盛证券研究所*

**销售费用和管理费用：**公司的销售费用主要反映渠道费用和返点费用，增长与销售收入增长正相关，未来将能享受一定规模效应，我们预测 2020 年受疫情影响公司销售费用将小幅上升，之后逐步下降，2020-2022 年公司销售费用率分别为 24.5%/24.4%/24.1%。我们预测 2020 年公司管理费用由于上市费用影响将小幅上升，未来管理费用率占销售收入比例将逐步下降，显现出规模经济，2020-2022 年管理费用率分别为 6.8%/5.7%/5.2%。

*图表 88：公司销售及管理费用预测*

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020/05 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 销售费用（百万元） | 4890 | 5218 | 5816 | 2127 | 5843 | 7127 | 8421 |
| 占营业收入比重 | 28.0% | 25.5% | 24.2% | 24.55% | 24.5% | 24.4% | 24.1% |
| 管理费用（百万元） | 859 | 1065 | 1384 | 595 | 1622 | 1665 | 1817 |
| 占营业收入比重 | 4.9% | 5.2% | 5.8% | 6.87% | 6.8% | 5.7% | 5.2% |

*资料来源：公司公告、国盛证券研究所*

## 5.2 估值分析及投资建议

我们采用相对估值及绝对估值两种方法对农夫山泉进行估值分析:

**1）相对估值法**

我们预测农夫山泉 2020-2022 年收入分别是 238/292/349 亿元，同比增速为-0.7%/22.5%/19.6%，归母净利润为 52.2/65.2/80.3 亿元，同比增长 5.4%/24.9%/23.2%。公司发行价为 21.5 港元，对应 2021 年 PE 为 32.6 倍。我们综合对比 A 股、港股及海外市场饮料龙头公司估值情况，A 股可比公司估值 2021 年 PE 平均为 42 倍，港股为 32 倍，美股为 21 倍。由于国内包装水行业相较其他饮料板块市场增长空间大，农夫山泉在行业中拥有龙头地位，结合其高成长性以及优异的盈利能力，我们给予其一定的估值溢价。我们给予公司 55 倍 2021 年 PE，对应目标价为 36.5 港元。

*图表 89：A 股部分饮料龙头公司估值*

| 公司代码 | 公司名称 | 股价（元） | 市值(亿元) | 收入增速 | | | 归母净利润增速 | | | PE | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 2020 | 2021 | 2022 | 2020 | 2021 | 2022 | 2020 | 2021 | 2022 |
| 600887 | 伊利股份 | 40.4 | 2456 | 10% | 12% | 11% | 1% | 21% | 15% | 35.3 | 29.1 | 25.1 |
| 600597 | 光明乳业 | 18.9 | 232 | 8% | 10% | 10% | 10% | 22% | 22% | 41.9 | 34.8 | 28.6 |
| 002946 | 新乳业 | 19.0 | 162 | 18% | 29% | 16% | 19% | 46% | 25% | 56.0 | 39.0 | 30.7 |
| 600600 | 青岛啤酒 | 78.4 | 923 | -1% | 8% | 5% | 13% | 21% | 15% | 50.5 | 41.7 | 36.3 |
| 600132 | 重庆啤酒 | 85.0 | 411 | 0% | 10% | 6% | -15% | 16% | 13% | 73.8 | 64.4 | 56.9 |
| | | | | | | | | | 均值 | **51.5** | **41.8** | **35.5** |

*资料来源：彭博、wind、国盛证券研究所（数据截止 2020/09/07 收盘）*

*图表 90：港股部分饮料龙头公司估值*

| 公司代码 | 公司名称 | 股价（港元） | 市值(亿港元) | 收入增速 | | | 归母净利润增速 | | | PE | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 2020 | 2021 | 2022 | 2020 | 2021 | 2022 | 2020 | 2021 | 2022 |
| 2319.HK | 蒙牛 | 37.4 | 1474 | -2% | 14% | 11% | -18% | 52% | 18% | 38.0 | 25.3 | 21.3 |
| 0345.HK | VITASOY INT'L | 27.4 | 291 | 2% | 12% | 13% | -9% | 24% | 18% | 40.9 | 33.0 | 28.1 |
| 0168.HK | 青岛啤酒 | 63.5 | 1047 | -1% | 8% | 5% | 10% | 21% | 16% | 36.1 | 30.0 | 26.1 |
| 1876.HK | 百威亚太 | 24.8 | 3284 | -12% | 16% | 7% | -23% | 65% | 18% | 60.4 | 35.6 | 21.2 |
| 0291.HK | 华润啤酒 | 48.4 | 1569 | -2% | 11% | 7% | 104% | 43% | 24% | 51.7 | 36.7 | 29.6 |
| | | | | | | | | | 均值 | **45.4** | **32.1** | **25.2** |

*资料来源：彭博、wind、国盛证券研究所（数据截止 2020/09/07 收盘）*

*图表 91：全球部分食品饮料龙头公司估值*

| 公司代码 | 公司名称 | 股价 | 市值 | 收入增速 | | | 归母净利润增速 | | | PE | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 2020 | 2021 | 2022 | 2020 | 2021 | 2022 | 2020 | 2021 | 2022 |
| KO US Equity | 可口可乐（美元） | 51.0 | 2192 | -12% | 10% | 6% | -13% | 15% | 11% | 28.0 | 24.7 | 22.4 |
| PEP US Equity | 百事可乐（美元） | 138.8 | 1921 | 1% | 5% | 5% | 2% | 11% | 9% | 25.9 | 23.4 | 21.3 |
| NESN SW Equity | 雀巢（瑞朗） | 108.5 | 3127 | -8% | 2% | 4% | -4% | 5% | 5% | 25.6 | 24.0 | 22.3 |
| BN FP Equity | 达能（欧元） | 56.2 | 386 | -4% | 2% | 3% | 14% | 8% | 6% | 16.6 | 15.3 | 14.5 |
| 2587 JT Equity | 三得利（日元） | 3805.0 | 11757 | -5% | 4% | 2% | -14% | 15% | 5% | 19.9 | 17.3 | 16.3 |
| | | | | | | | | | 均值 | **23.2** | **20.9** | **19.4** |

*资料来源：彭博、wind、国盛证券研究所（数据截止 2020/09/07 收盘）*

**2）绝对估值法**

公司作为软饮料行业龙头，能产生长期稳定的现金流，故我们采用 DCF 方式对公司进行估值。

我们假设公司 2020-2022 年为高速增长期，2023-2029 年为过渡增长期。我们假设至 2029 年，在人均包装水消费量提升及销售单价提升的驱动下，我国包装水行业出厂端市场规模较 2019 年翻倍，达到约 1500 亿元。公司在过渡增长期自由现金流增速 g 按 13%测算，2029 年公司收入约为 820 亿元，其中包装水业务收入约为 550 亿元，市占率提升至约 36%，饮料业务收入约为 270 亿元。

我们假设公司 2029 年之后为永续增长期，自由现金流增速 g 为 3%。基于 8%的股权资本成本，我们测算得公司合理市值为 3524 亿元，对应每股价格为 32.4 元，约合 36.8 港元。

*图表 92：DCF 估值法*

| | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|
| 收入（百万元，下同） | 23,848 | 29,211 | 34,940 |
| 销售成本 | -9,889 | -12,370 | -14,799 |
| 销售费用 | -5,843 | -7,127 | -8,421 |
| 管理费用 | -1,622 | -1,665 | -1,817 |
| EBIT | 6,968 | 8,662 | 10,669 |
| NOPLAT | 5,226 | 6,496 | 8,002 |
| 折旧摊销 | 1,525 | 1,735 | 2,024 |
| 营运资金变动 | -682 | 484 | 306 |
| 资本开支 | -975 | -965 | -876 |
| **当年现金流 FCF** | 5,093 | 7,751 | 9,456 |
| **7 年过渡期现金流现（g=13%）** | 55810 | | |
| **永续现金流（g=3%）** | 276180 | | |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 债务资本成本 | *3.45%* | 净现值 NPV（百万元） | 352,402 |
| 债务资本比重 | *2.93%* | +非核心资产 | 10,238 |
| 股权资本成本 | *8.00%* | -付息债务 | 629 |
| **WACC** | ***7.84%*** | -少数股东权益 | 0 |
| | | 股权价值（百万元） | 362,011 |
| | | 总股本（百万股） | 11,188 |
| | | **每股价值(港元)** | **36.8** |

*资料来源：国盛证券研究所*

综合相对估值和绝对估值法，我们给予公司目标价 36.5 港元，对应 55 倍 2021 年 PE，首次覆盖，予以“买入”评级。

# 风险提示

**疫情影响超预期风险。**当前新冠尚在全球蔓延，对全球经济、金融环境产生不确定性影响，若未来疫情反复，或对饮料这一可选消费行业造成较大需求压力。

**软饮料市场竞争加剧风险。**目前我国软饮料行业外部面临现饮茶市场的冲击，内部竞争品牌众多，新品的产品周期持续缩短，品牌营销手段持续升级，激烈的市场竞争将给公司原品类市占率提升以及新品类的推出带来一定压力。

**原材料价格波动风险。**公司瓶盖、瓶坯成本占主营业务成本比重较大，而其价格的变化随 PET 材料波动。同时公司产品出厂价相对稳定，无法随原材料价格波动调整，因此原材料价格的波动将影响公司的生产成本和盈利水平。

## 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|---|---|---|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

**国盛证券研究所**

**北京**
地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

**上海**
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56　1 号楼 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

**南昌**
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

**深圳**
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com

**考研资料**：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
**英语类**：四六级万词班专四专八雅思等
**财经类**：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
**公务员**：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
**银行**：银行招聘、笔试、面试
**教师资格**：小学、中学、教师招聘面试
**建筑**：一建、二建、消防、造价
**法考**：主观题、客观题
**多平台网课**：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
**精选资料**：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
**押题**：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
**行业报告**：20000 份+持续更新

| | | |
|---|---|---|
| 英语四六级备考资料 | 计算机二级备考资料 | 150 所高校考研专业课资料 |
| 两小时搞定毛概马原思修近代史纲 | 高数(微积分)+线性代数+概率论 | 素描 0 基础入门教程 |
| 教师资格证全套备考资料 | 普通话考试资料礼包 | 书法教程微信 2270291360 |
| 大学生英语竞赛备考资料 | 大学生数学竞赛备考资料 | 1000 份各行业营销策划方案合集 |
| 挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料 | 电子设计竞赛必备资料 | 街舞 0 基础入门教程 |
| 托福雅思备考资料 | 大学物理学科攻略合集 | 动漫自学教程 |
| SCI 最全写作攻略 | TEM4/TEM8 专四专八备考资料 | 教师资格证面试试讲万能模板 |
| 360 份精美简历模板 | 数学建模 0 基础从入门到精通 | 100 套快闪 PPT 模板 |
| Vlog 制作最全攻略 | 超强 PR 模板 | 42 套卡通风 PPT 模板 |
| PS 零基础教程微信 1131084518 | PS 高级技能教程 | 63 套酷炫科技 PPT 模板 |
| 好用到极致的 PPT 素材 | 128 套中国风 PPT 模板 | 32 套 MBE 风格 PPT 模板 |
| 327 套水彩风 PPT 模板 | 295 套手绘风 PPT 模板 | 54 套毕业答辩专属 PPT |
| 196 套日系和风 PPT 模板 | 82 套文艺清新 PPT 模板 | 57 套思维导图 PPT 模板 |
| 163 套学术答辩 PPT 模板 | 53 套北欧风 PPT 模板 | 34 套温暖治愈系 PPT 模板 |
| 118 套国潮风 PPT 模板 | 30 套仙系古风 PPT | 126 套黑板风 PPT 模板 |
| 114 套星空风格 PPT 模板 | 192 套欧美商务风 PPT 模板 | 42 套绚丽暈染风 PPT |
| 50 套精美 INS 风 PPT 模板 | 56 套水墨风 PPT 模板 | 137 套清爽夏日风 PPT 模板 |
| 98 套森系 PPT 模板 | 25 套简约通用 PPT 模板 | 记忆力训练教程 |
| 300 套教学说课 PPT 模板 | 123 套医学护理 PPT 模板 | AE 动态模板微信 2270291360 |
| 毕业论文资料礼包 | 教师资格证重点笔记+易错题集 | 表情包制作教程 |
| 吉他自学教程（送 6000 谱） | 钢琴自学教程（送 1000 谱） | 区块链从入门到精通资料 |
| 2000 部 TED 演讲视频合集 | Excel 从入门到精通自学教程 | 单片机教程 |
| 230 套可视化 Excel 模板 | 1000 款 PR 预设+音效 | 1000 份实习报告模板 |
| 手绘自学教程微信 1131084518 | 单反从入门到精通教程 | 人力资源管理师备考资料 |
| 英语口语自学攻略 | 粤语 0 基础从入门到精通教程 | 证券从业资格证备考资料 |
| 日语自学教程 | 韩语自学教程 | PHP 从入门到精通教程 |
| 法语学习资料 | 西班牙语学习资料 | 炒股+投资理财从入门到精通教程 |
| 全国翻译专业资格考试备考资料 | BEC 初级+中级+高级全套备考资料 | 大数据学习资料 |
| SPSS 自学必备教程 | Origin 自学必备教程 | 会计实操资料 |
| LaTeX 全套教程+模板 | EndNote 教程+模板 | 小提琴 0 基础入门自学教程 |
| GRE 超全备考资料 | 200 份医学习题合集 | 司考备考资料 |

| | | |
|---|---|---|
| 思维导图教程＋素材 | 20000 份行业研究报告 | 一级造价工程师备考资料 |

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 陈安之 | 曾仕强 | 马云 | 杜云生 | 翟鸿燊 | 刘一秒 | 俞凌雄 |
| 王健林 | 余世维 | 雷军 | 周文强 | 安东尼罗宾 | 董明珠 | 李嘉诚 |
| 徐鹤宁 | 冯晓强 | 李践 | 刘克亚 | 罗伯特清崎 | 戴志强 | 李伟贤 |
| 苏引华 | 史玉柱 | 李强 | 俞敏洪 | 杰亚伯拉罕 | 周鸿祎 | 唐骏 |
| 梁凯恩 | 陈永亮 | 傅佩荣 | 贾长松 | 易发久 | 李彦宏 | 湖畔大学 |
| 李开复 | 聂枭 | 悟空道场 | 魏星 | 姬剑晶 | 其他名师全集 | 其他资料下载 |
| 王兴 | 王智华 | 智多星 | 陈文强 | 周导 | | 微信 2270291360 |
| 泡妞 | 撩汉 | 泡仔 | 房中术 | 性福课 | 驻容术 | 泡妞撩汉性福合集 |

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 记忆力训练 | 形象礼仪 | 健康养生 | 企业管理 | 沟通技巧 |
| 演讲与口才 | 经理修炼 | MBA 讲座 | 时间管理 | 战略经营 |
| 企业文化 | 销售心理 | 管理素质 | 国学讲座 | 执行力 |
| 团队管理 | 领导艺术 | 员工激励 | 潜能激发 | 谈判技巧 |
| 绩效管理 | 薪酬管理 | 43 份直销制度 | 电话销售 | 人力管理 |
| 客户服务 | 创业指南 | 市场营销 | 餐饮管理 | 保险讲座 |
| 品牌营销 | 酒店管理 | 汽车 4S 店 | 众筹资料 | 销售技巧 |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 兴趣爱好： | 钓鱼教程 | 魔术教学 | 炒股教学 | 美术教学 | 书法教学 |
| 音乐乐器： | 萨克斯教学 | 电子琴教学 | 小提琴 | 古筝教学 | 钢琴教学 |
| | 吉他教学 | | | | |
| 体育运动： | 篮球教学 | 足球教学 | 羽毛球教学 | 兵乓球教学 | 太极拳教学 |
| | 围棋教学 | 高尔夫球 | | | |
| 生活实用： | 插花教学 | 茶艺-茶道 | 唱歌教学 | 单反相机摄影 | 毛线编织 |
| | 小吃+美食 | | | | |
| 语言学习： | 英语 | | | | |
| 电脑 IT： | 办公 office | PS 美工教学 | | | |

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

# 如果群里报告过期

# 请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

# 扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。